



拨云见日

2023年度投资策略

雪球投资研究部

发布日期：2023.01.01



聪明的投资者，新年好：

相比于低开高走的2020年和高位盘整的2021年，2022年对许多投资者必将是极为特别的一年：
这一年，上证指数始于3649.15，定格在3089.26，多次打响3000点保卫战；
这一年，固收类资产不再是“稳稳的幸福”，超千支净值化理财产品集中跌破净值；
这一年，美国经济衰退未至，美股却提前进入熊市；
这一年，海外通胀高烧吹响了全球加息的号角；
这一年，各类资产/策略轮番下跌、反弹、震荡，赚钱真得好难！

镜照往昔,祈愿新年。

2023年，经济底、估值底、政策底、盈利底重合的A股市场能否重回升势？

2023年，中国复苏之路将行至何处？

2023年，美联储还有大幅加息的空间吗？

2023年，选股还是选债？成长&价值，节奏怎么投？

2023年，港股、美股，谁更占优？

我们将通过本期年度策略报告与您共同探寻蕴藏其中的亮点、机遇及风险。

祝愿我们的2023年，经济拨云见日，投资向扬而升！

2023年1月1日

第一部分

年度策略报告导读

投资前景：在不确定性中验证“拐点”

投资策略：在确定性中，追求 α

• 2022年 •

• 2023年 •

小结

外部环境

高通胀，
欧美大幅加息

美国暂缓加息

美元优势 下降

海外经济形势
美国好，欧洲差

海外经济形势
美国差、欧洲更差

海外经济 承压

高油价

供求改善+地缘政治，
油价上行动能减弱

基建

稳定回升

持续高位运行

国内环境

房地产

需求不振，
竣工略有好转

政策多管齐下，
对经济制约减弱

中国经济 回暖

消费

疲软

逐步回暖

外贸

中高水平

降速

① 股优于债；② 先价值，后成长；③ 相对看好A股、港股

股票类资产

- 外部环境制约因素减弱；内部迎来经济底、政策底、低估值、盈利底重合阶段，投资友好程度大概率上升。
- 2023年为市场信心重建阶段，行情“好看不好做”，表现为指数向上可期，但过程可能反复。考虑市场目前对中国经济向好，美国加息放缓的预期反映较充分，需要提防“预期差兑现”可能导致市场短期波动加大。
- 行业配置：围绕盈利修复和政策支持两条主线展开，可适当关注消费、信创、高端制造、新能源汽车行业机会。其中，新能源车在股价表现已较充分，2023年机会与风险并存，投资比例不宜过高。
- 指增策略：指数估值在历史50分位以下考虑；
- 转债策略：投资性价比低于2022年。

固收类资产：

- 经济复苏可期，流动性退出言之尚早，固定资产全年投资性价比一般，注意长端利率风险，偏好短债、固收+策略。
- 港股 > 美股：**美股提前交易“衰退预期”。港股估值仍有修复空间，A股对港股影响将大于美股。
- 黄金：**仍有脉冲行情。



看点1：美国激进加息将在上半年按下暂停键



看点2：欧美经济顺阶而下+中国经济拾级而上 = 全球经济“有惊无险”



看点3：美元已是强弩之末，人民币资产“香饽饽”



看点4：中国经济全年增速有望回升至5%，存在不对称降息可能性



看点5：股票类资产有“钱”途，行情“好看不好做”，建议用两年时间看A股投资机会



看点6：经济回升，风格偏好“先价值，后成长，再均衡”



看点7：在确定中追求α，重点关注消费、信创、高端制造、新能源车（阶段性机会）等领域



看点8：债市行情是小年，可能进入非牛非熊的阶段



看点9：相对看好A股、港股；美股投资性价比仍偏低



看点10：当梦想照进现实：“预测差兑现”可能成为2023年市场调整的风险因素之一

正文目录

主题	核心内容	页码
2022年，我们经历了什么	2022年市场回顾	7-12
2023年投资展望 (宏观政策环境)	2023年全年展望	14-15
	拐点1：海外经济：美元走强已是强弩之末	16-20
	拐点2：中国经济：全年有望回升至5%附近	21-27
	2023年经济事件重要时间线梳理	28
2023年投资策略	2023年策略小结	30
	选股 或 选债？	31
	投资策略：境内股票类资产	32-44
	投资策略：境内指增，转债，固收资产	45-49
	投资策略：港股市场	51-52
	投资策略：美股市场	53
	投资策略：黄金	54-55
风险提示		56-57

第二部分

2022年，我们经历了什么？

- 2022年资本市场表现回顾

2-1

2022年市场回顾

贯穿全年资本市场的几个标志性关键事件..

“美国的美元，却是全球的问题”



一场超过300天的“博弈”



那个车水马龙的城市，回来了！



2-2

2022年市场回顾

海外市场通胀高烧不退，全球央行加息超过百次



通胀

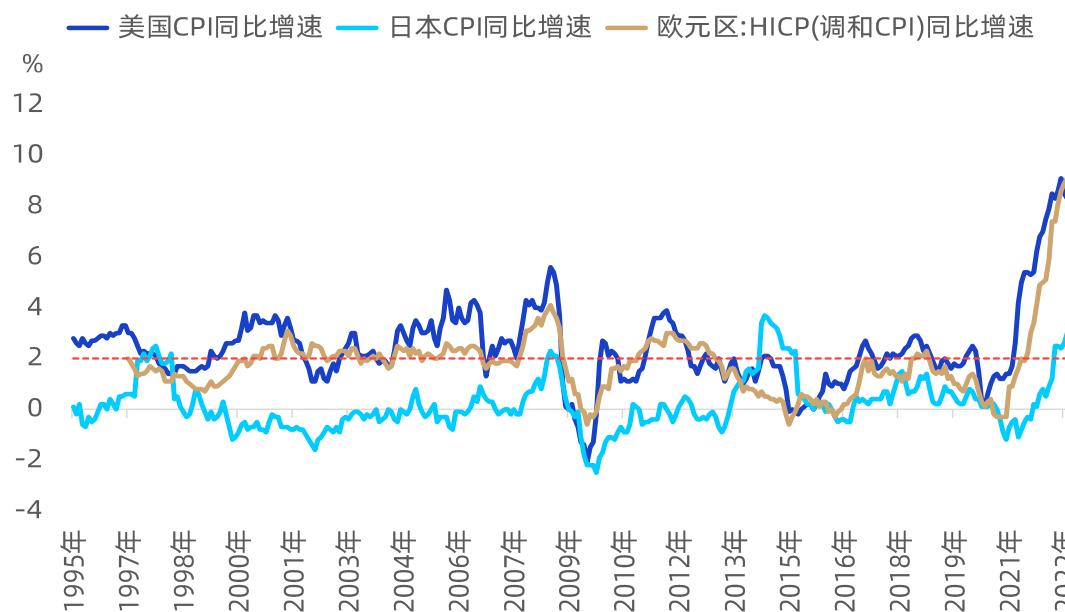


加息

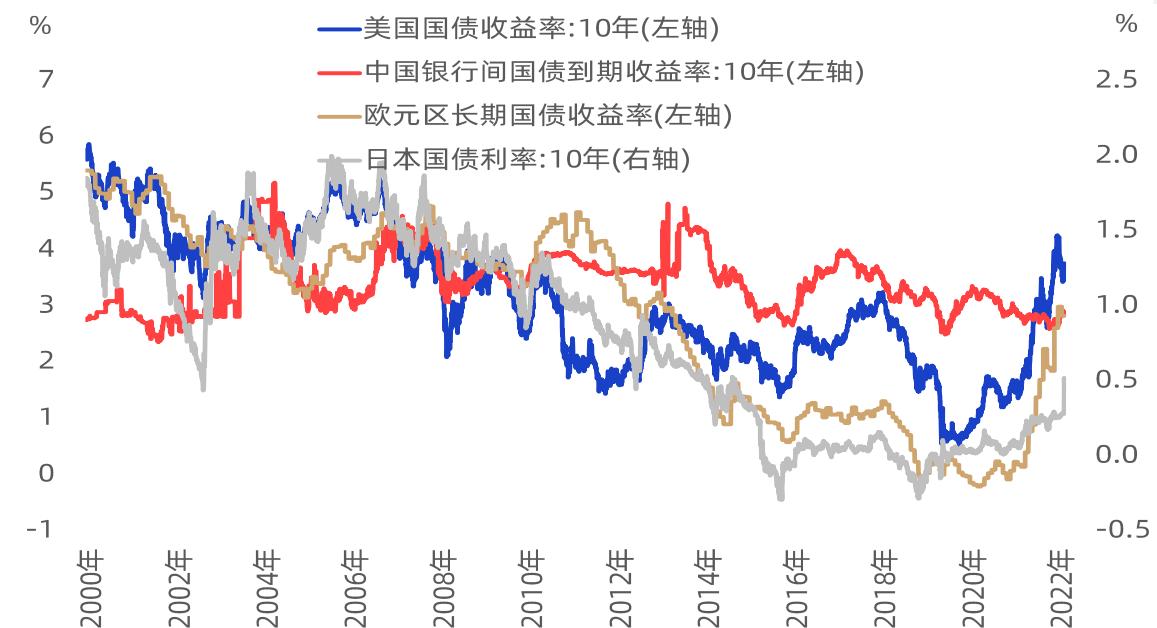
国债收益率



2022年欧美日CPI均创下1995年以来新高记录



多数国家十年期国债收益率突破长期下降趋势



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，左图截至2022年11月（月度数据）；右图截至2022年12月30日

2-3

2022年市场回顾 || 全球股市普跌；中国债市、商品、美元是少数上涨的资产

大类	指数名称	最新收盘价	市场涨跌幅 (%)		2022年内 最大回撤	2022年内 最大涨幅
			2022年	近5年		
股市	上证综指	3,089.26	-15.13	-6.59	-20.54	18.11
	深成指	11,015.99	-25.85	-0.22	-31.00	27.63
	创业板	2,346.77	-29.37	33.90	-33.83	32.51
	沪深300	3,871.63	-21.63	-3.95	-28.65	13.95
	上证50	2,635.25	-19.52	-7.87	-29.66	17.89
	中证100	3,735.10	-22.07	-8.48	-29.39	14.72
	中证500	5,864.47	-20.31	-6.18	-28.83	24.63
	中证1000	6,281.62	-21.58	-10.48	-34.03	39.59
	科创50	959.90	-31.35	-4.01	-36.40	35.14
债市	中证可转债	392.66	-10.02	38.80	-12.17	12.04
	中证国债	212.65	3.36	27.42	-1.41	4.29
港股	香港恒生	19,781.41	-15.46	-33.88	-41.17	35.50
	恒生科技	4,128.79	-27.19	-25.61	-52.51	55.94
美股	纳指	10,466.48	-33.10	51.61	-35.49	2.59
	标普500	3,839.50	-19.44	43.61	-25.43	14.06
商品	南华商品	2,380.66	19.66	69.20	-23.44	28.43
	WTI原油	80.51	6.71	33.92	-42.62	61.64
	COMEX黄金	1,774.20	-0.02	40.19	-20.84	14.93
外汇	美元指数	103.49	8.19	12.17	-9.34	20.32

2-4

2022年市场回顾

A股全年W型走势，数次打响3000点保卫战；债市一度大跌



2-5

2022年市场回顾 行业表现：煤炭连续三年上涨；2022年行业轮动较快

一级行业涨跌幅 (%)	年度表现			2022年月度表现											
	2020年	2021年	2022年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
消费	69.17	-7.66	-14.62	-9.74	0.64	-8.19	-0.63	2.74	11.00	-6.82	0.31	-4.80	-16.41	12.10	8.39
可选	32.30	-2.51	-18.17	-8.02	-1.41	-11.53	-4.66	8.57	13.20	-0.63	-7.45	-7.91	-6.97	10.87	-0.83
电信	-6.43	8.52	-22.17	-11.76	2.02	-7.61	-13.76	6.17	5.44	-0.53	-1.29	-10.29	3.87	6.22	-1.04
金融	0.12	-8.72	-15.36	-2.04	-1.01	-2.34	-5.71	-2.65	6.21	-8.71	0.46	-5.12	-8.62	16.24	-1.09
工业	37.72	26.82	-21.52	-10.30	2.58	-9.50	-11.74	9.69	12.62	0.01	-6.24	-8.79	0.56	4.06	-4.36
材料	29.08	30.12	-20.34	-9.94	11.22	-10.61	-11.06	8.45	7.97	-2.02	-4.53	-8.72	-4.61	8.77	-4.47
信息	18.18	9.35	-33.48	-12.08	1.49	-14.14	-14.60	6.50	7.99	-4.11	-2.28	-11.23	8.44	1.13	-3.30
医药	53.68	-6.50	-20.35	-15.48	3.87	0.45	-13.34	1.28	10.68	-7.92	2.80	-6.64	6.26	6.14	-2.34
公用	1.46	36.40	-15.69	-13.26	6.95	-9.39	-4.74	7.69	0.39	2.12	0.43	-7.51	-2.48	8.08	-3.86
能源	-8.58	33.14	7.69	-4.13	13.77	4.73	-4.04	10.28	0.15	-6.11	8.86	-0.61	-10.39	7.60	-9.35
热门主题涨跌幅 (%)	2020年	2021年	2022年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
食品	72.17	-9.25	-5.91	-11.68	1.01	-12.07	3.98	2.34	12.83	-10.68	0.88	-3.03	-19.67	15.33	10.92
生猪	26.18	-3.10	-6.96	-2.40	0.74	4.62	-13.80	2.39	9.39	4.48	-0.28	-10.08	-7.50	4.68	-1.27
汽车汽配	55.41	20.50	-21.19	-11.10	-0.42	-12.44	-8.98	17.26	16.16	7.32	-12.69	-10.69	-2.54	7.09	6.45
房地产	-12.34	-8.78	-10.98	-1.53	-0.80	11.25	9.44	5.84	5.07	-6.19	-1.31	-2.06	-13.66	27.16	-9.54
新能源	102.33	58.06	-29.19	-10.48	4.69	-10.82	-14.38	11.73	21.67	-5.21	-8.29	-11.01	-4.22	0.25	-4.33
光伏	110.63	52.73	-17.30	-15.00	8.63	-11.10	-14.51	17.38	19.45	3.89	-8.49	-8.37	0.07	-1.67	-5.33
半导体	44.68	27.73	-37.54	-15.06	5.58	-12.63	-15.00	8.89	7.01	-9.39	0.41	-11.77	4.32	1.40	-4.85
煤炭	4.08	39.89	24.43	-1.76	18.01	13.68	-2.37	9.62	1.69	7.82	9.69	3.03	-13.09	6.50	-10.67
CRO	89.07	40.27	-30.44	-19.46	4.75	9.51	-17.98	0.54	14.77	-7.28	-2.39	-16.60	2.20	2.61	0.90
海运	22.01	12.75	5.98	-6.33	11.38	-6.38	-0.31	16.29	-1.19	5.79	5.10	-0.02	-3.87	1.31	-12.72

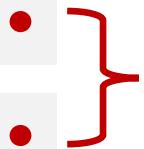
第三部分

2023年投资展望 在不确定性中验证“拐点”

- 东边日出西边雨：中国资产的投资前景确定性明显增强
- 结论1：美联储上半年有望结束快速加息，随后按兵不动
- 结论2：美元走强已是强弩之末
- 结论3：2023年中国经济增速全年有望回升至5%附近，高点或出现在二季度

2023年全年展望 || 东边日出西边雨：中国资产的投资前景确定性明显增强

- 外部环境：经济进一步承压+加息节奏放缓
- 中国经济：回升“形”有波动，“势”必好转



中国资产投资前景：相对确定性↑

三大拐点

① 海外加息

2022年

- 欧美通胀均创下2000年以来新高记录；
- 美国：美联储全年加息7次，累计加息幅度达4%（0.25%至4.5%）；



2023年

- 油价推升通胀动能减弱
- 美国激进加息或在上半年按下暂停键；立即转为降息可能性偏低

② 欧美经济

- 美国经济：有压力，但是韧性较强；衰退预期频发
- 欧元区经济：承压



③ 中国经济

- 基建投资强、外需稳、房地产投资、消费弱、；
- 稳增长政策持续发力，宽货币+宽信用贯穿全局



- 海外经济偏弱，外贸承压；消费接棒，投资平稳；
- 消费回暖分段走：一季度经济企稳是提升消费信心的基础；二季度经济回升是消费提升的重要支持；
- 全年有望实现5%以上经济增速（高点或在二季度）
- 流动性上半年预期保持稳定

3-2 | 2023年全年展望 | 东边日出西边雨：中国经济回暖，欧美经济降温

GDP年度实际增长率 (%)														
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	
IMF														
全球	3.4	3.3	3.7	3.6	2.9	-3.1	6.1	3.2	2.7	3.2	3.4	3.3	3.2	
发达经济体	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	-4.5	5.2	2.4	1.1	1.6	1.9	1.9	1.7	
新兴市场和发展中经济体	4.3	4.4	4.7	4.6	3.7	-2.0	6.8	3.7	3.7	4.3	4.3	4.3	4.3	
中国	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	3.2	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	
美国	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.7	1.6	1.0	1.2	1.8	2.1	1.9	
欧元区	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	-6.3	5.4	3.1	0.5	1.8	1.9	1.7	1.5	
OECD														
全球	3.2	3.1	3.6	3.5	2.8	-3.4	5.8	3.1	2.2	2.7	-	-	-	
中国	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.1	3.3	4.6	4.1	-	-	-	
美国	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.7	1.8	0.5	1.0	-	-	-	
日本	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.2	-4.5	1.7	1.6	1.8	0.9	-	-	-	
世界银行														
全球	2.8	2.4	3.0	3.2	2.6	-3.4	5.7	2.9	3.0	3.0	-	-	-	
高收入经济体	2.0	1.5	2.2	2.3	1.7	-4.6	5.1	2.7	2.2	2.0	-	-	-	
发展中经济体	4.4	4.3	4.5	4.7	3.8	-1.6	6.6	3.4	4.2	4.4	-	-	-	
CPI年同比增速 (%)														
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	
世界	2.7	2.7	3.2	3.6	3.5	3.2	4.7	8.8	6.5	4.1	3.6	3.4	3.3	
发达经济体	0.3	0.7	1.7	2.0	1.4	0.7	3.1	7.2	4.4	2.4	2.0	1.9	1.9	
新兴市场和发展中经济体	4.7	4.3	4.4	4.9	5.1	5.2	5.9	9.9	8.1	5.3	4.6	4.4	4.3	
中国	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	0.9	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	
美国	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.1	3.5	2.2	2.0	2.0	2.0	
欧元区	0.2	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.3	5.7	2.7	2.2	1.9	1.9	

数据来源：国际货币基金组织 (IMF, 2022年10月)、经合组织(OECD, 2022年11月)、世界银行 (2022年6月)、Choice, Wind, 雪球投资研究部整理, 2022年12月30日更新

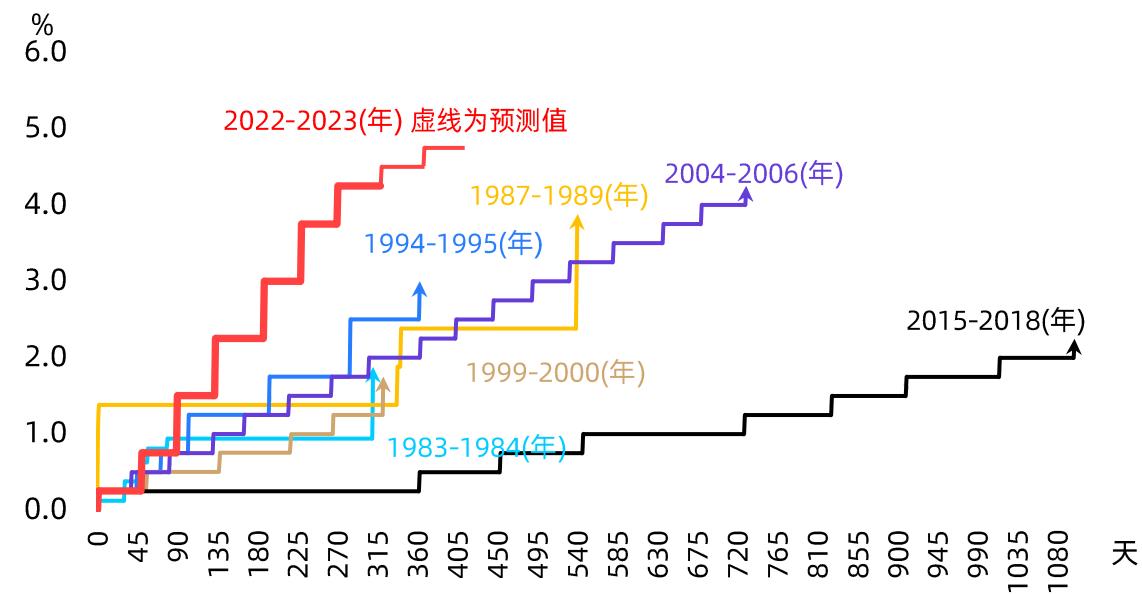
3-3-1 拐点①：海外经济 短短三年，全球货币政策出现多次反转

- 2020年为减缓疫情对经济的冲击，主要央行采取降息释放流动性，超额释放的流动性也为后续货币政策再度收紧埋下了伏笔。
- **2022年全球央行大幅加息。**宽松流动性叠加地缘政治导致的全球通胀高企，多个央行开启加息周期。这一年，全球央行加息力度之大，速度之快，超出市场预期。2022年前十大央行累计加息超过50次。
- **背后最核心的导火索：通胀。**美国、欧元区通胀均创下1997年以来新高记录，CPI一度攀升至9%以上。回顾历史，美国上次通胀高点超过9%还是在1970-80年能源危机时期。

主要央行基准利率变动概览（2020-2022年）

	2020年(%)	2021年(%)	2022年(%)
中国	-0.30	-0.05	-0.15
美国	-1.50	0.00	3.75
欧元区	0.00	0.00	2.00
澳大利亚	-0.65	0.00	3.00
英国	-0.65	0.15	2.75
加拿大	-1.50	0.00	4.00

美联储启动了1980年以来最快速的一次加息



3-3-2

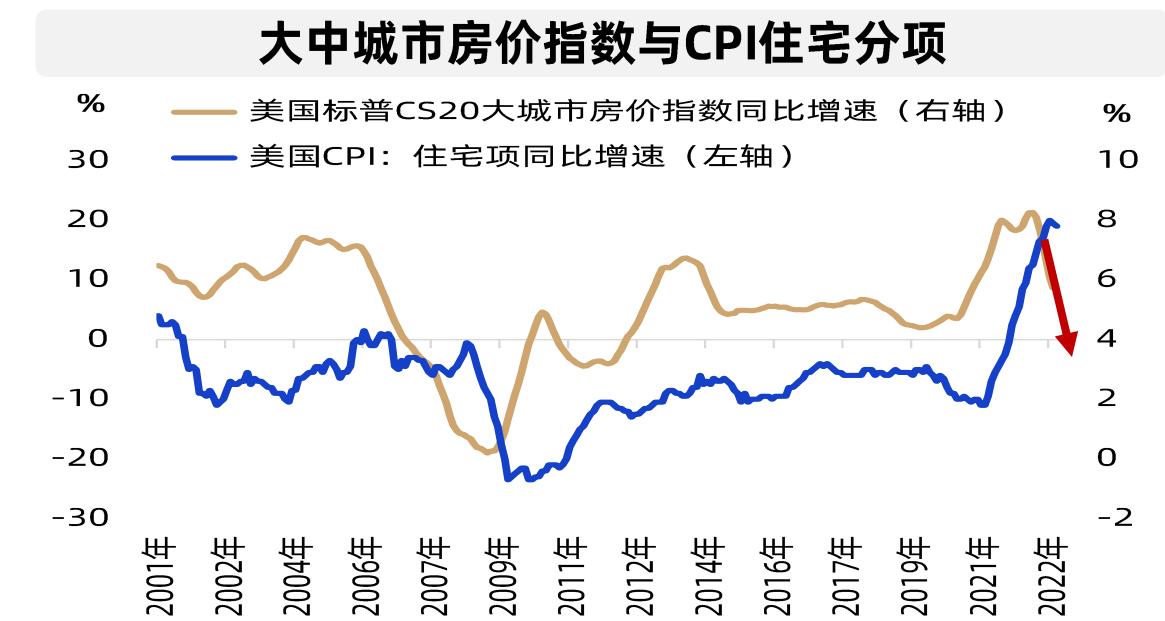
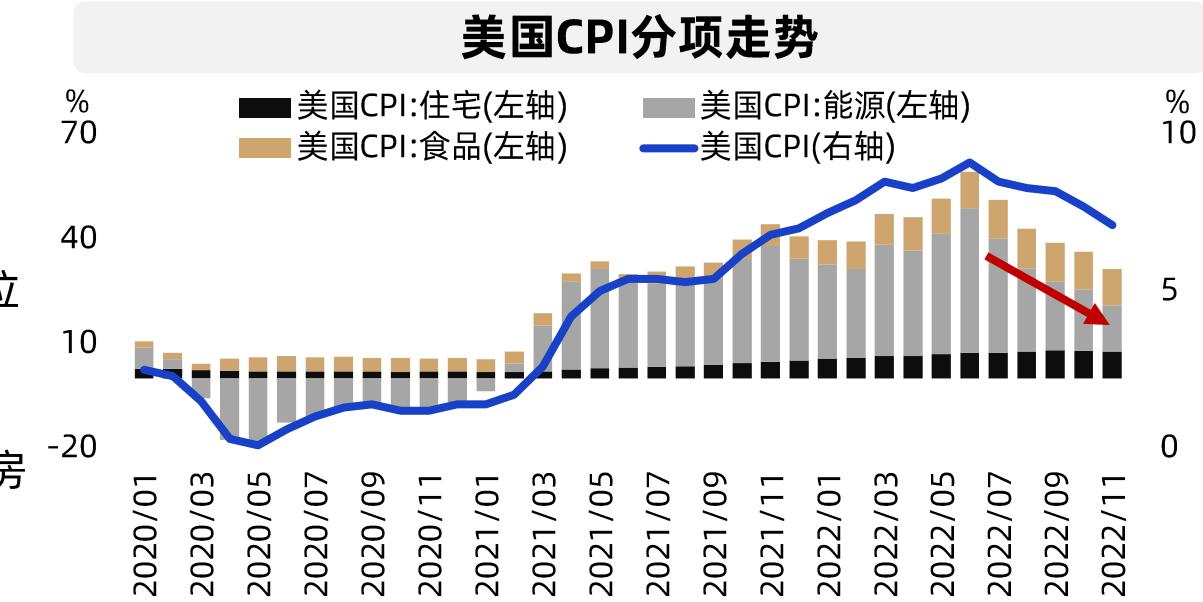
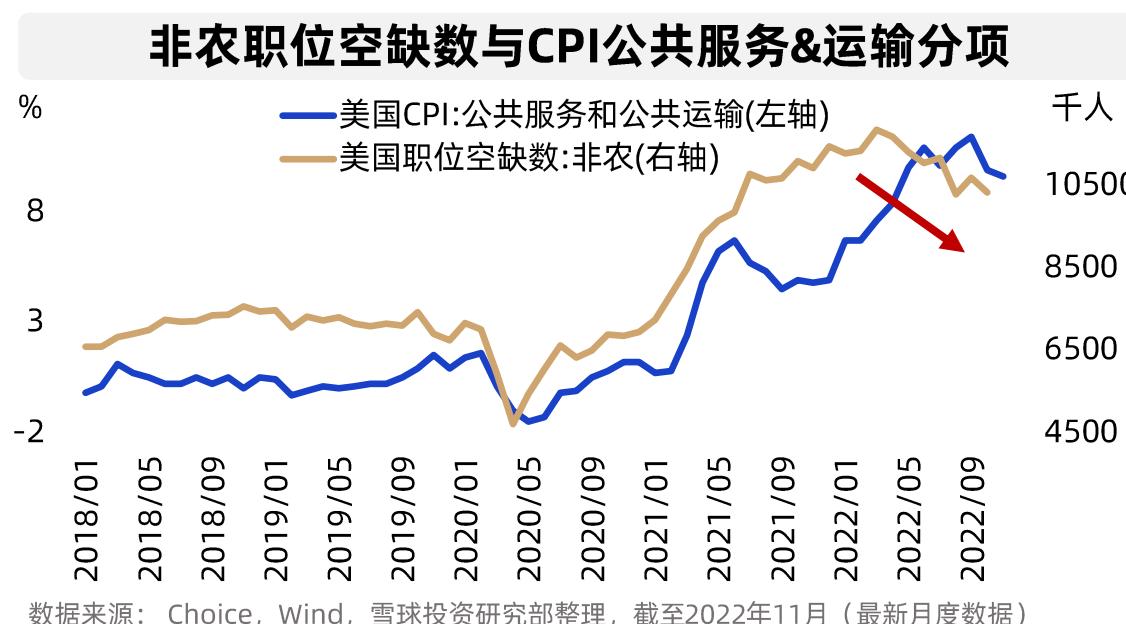
拐点①：海外经济

【美国加息空间】2023年美国经济、通胀呈现双降

- 美国通胀能源项回落明显，住宅项通胀压力仍然较高。自

2022年6月美国CPI高点以来，能源项大幅回落至13.1%，住宅项仍保持在8%左右的较高水平。

- 就业稳定，公共服务运输项成本上行压力有望缓解。非农职位空缺数出现下行，劳动力回升将减轻服务运输中的薪资压力。
- 房价下行传导到通胀住宅项下行有一定的时滞。20大中城市房价指数已出现大幅下降，住宅分项下行滞后约半年至一年。

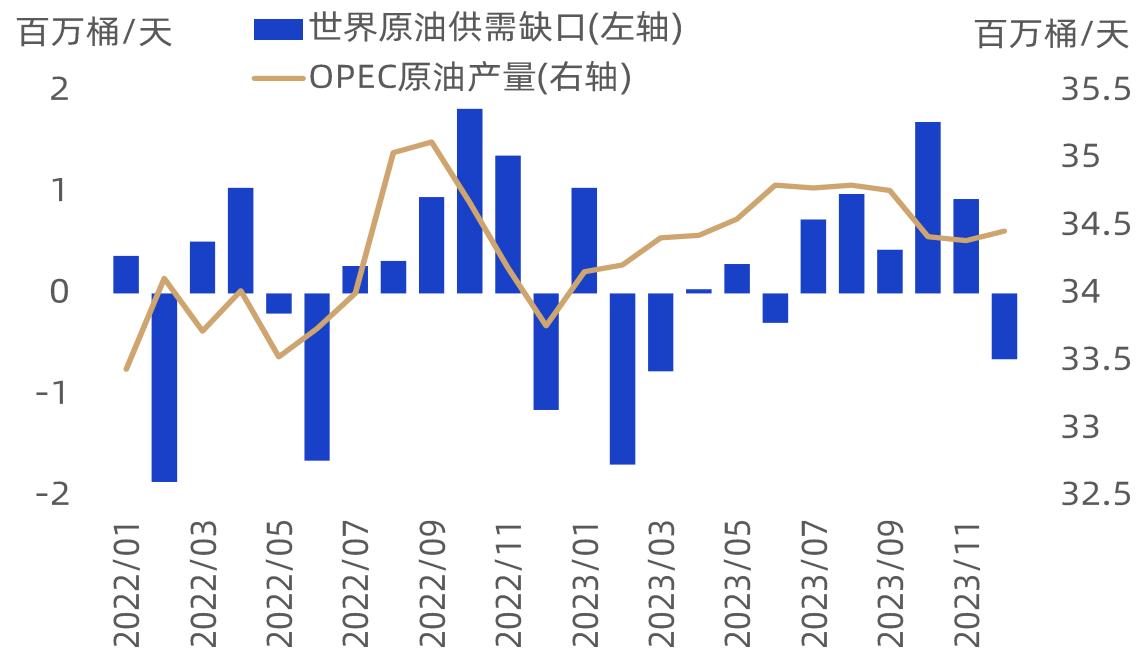


3-3-3

拐点①：海外经济 | 【美国加息空间】2023年油价推升通胀动能将进一步减弱

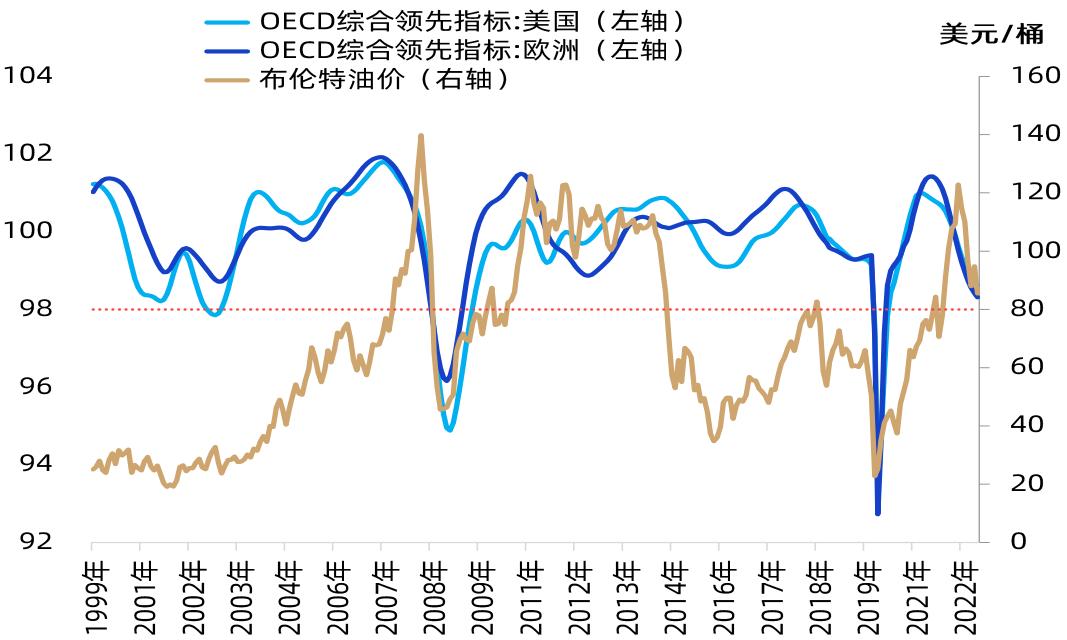
- 地缘冲突仍是支撑油价的短期因素。**俄乌冲突事件一度成为油价2022年大涨的主要原因，后续OPEC增产缓解油价供给侧压力，叠加欧美经济承压将导致油价可能冲高回落。
- 2023年原油供求关系有望改善。**2023年随着原油供给增加与需求减缓，供不应求推升油价的情况也将获得缓解。
- 能源项通胀继续上行力道减弱。**基于供求关系改善且OPEC产量回升预期，在地缘政治冲突不序下，油价不具备长期大幅上行条件，通胀能源项的上行压力也会减弱。

2022-2023年原油供求缺口预测



数据来源：欧佩克（OPEC），Choice，Wind，雪球投资研究部整理，左轴截至2022年12月；右轴截至2022年11月（最新月度数据）

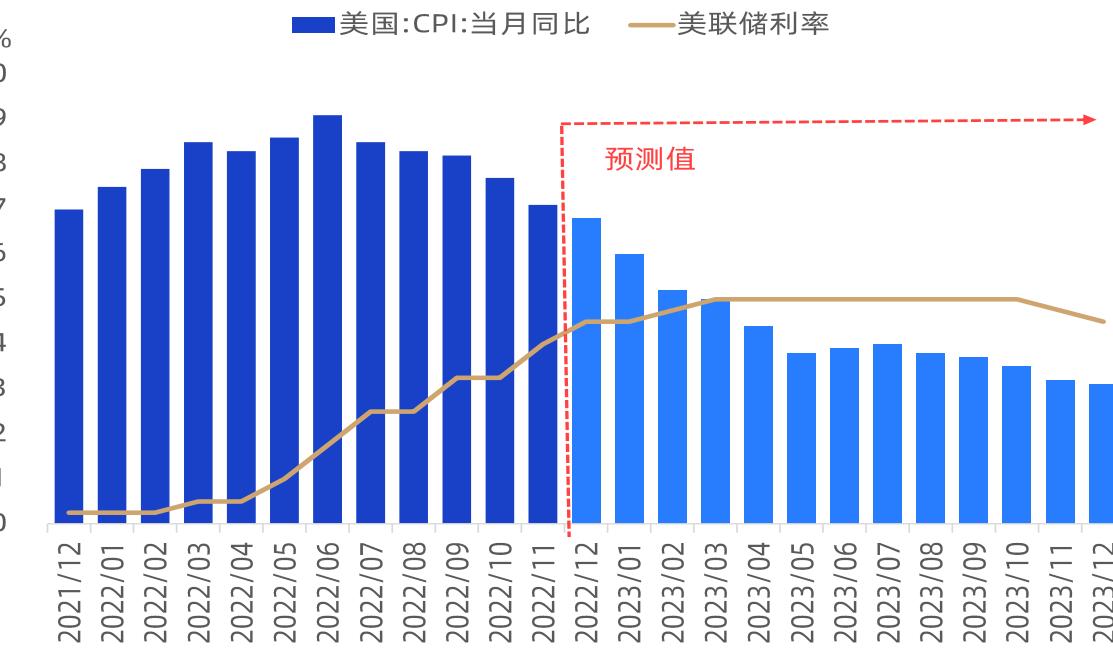
欧美经济承压→需求减弱→油价上行空间受限



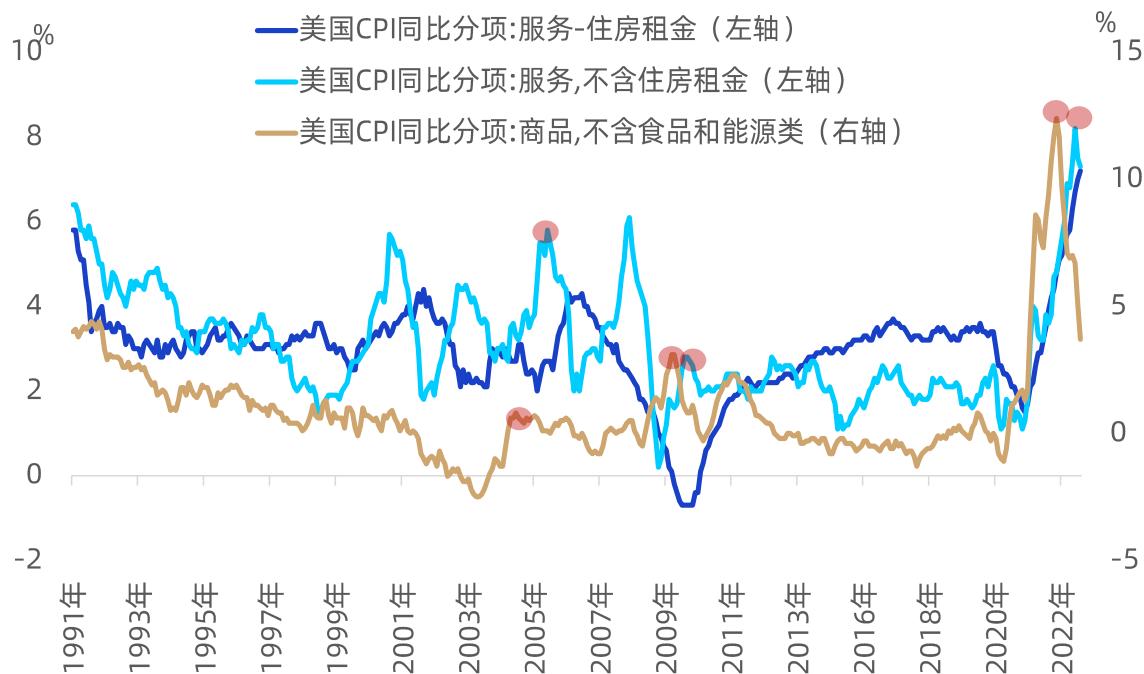
3-3-4 拐点①：海外经济【美国加息节奏】上半年有望结束快速加息，随后按兵不动

末次加息	1995/01	2000/05	2006/06	2018/12
开始降息	1995/07	2001/01	2007/09	2019/07
间隔(月)	5.2	8.1	14.9	7.5
利率高点	6.00%	6.50%	5.25%	2.50%
首次降息幅度	0.25%	0.50%	0.50%	0.25%
启动降息时的CPI水平	0.03%	3.70%	2.80%	1.80%

美国通胀：2023年分段往下走，上半年压力高于下半年

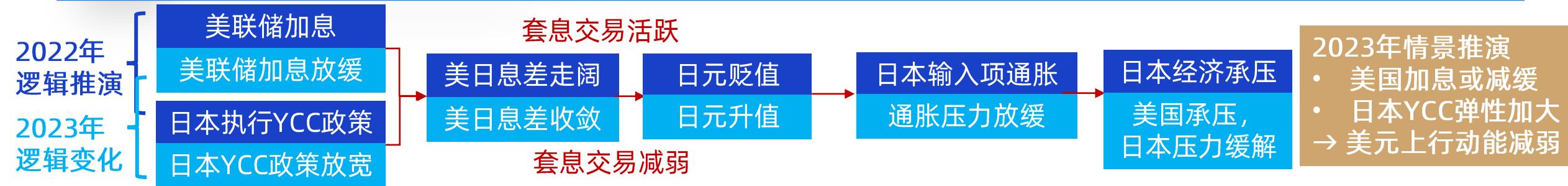


美国服务项通胀降速较慢，制约通胀下行速度



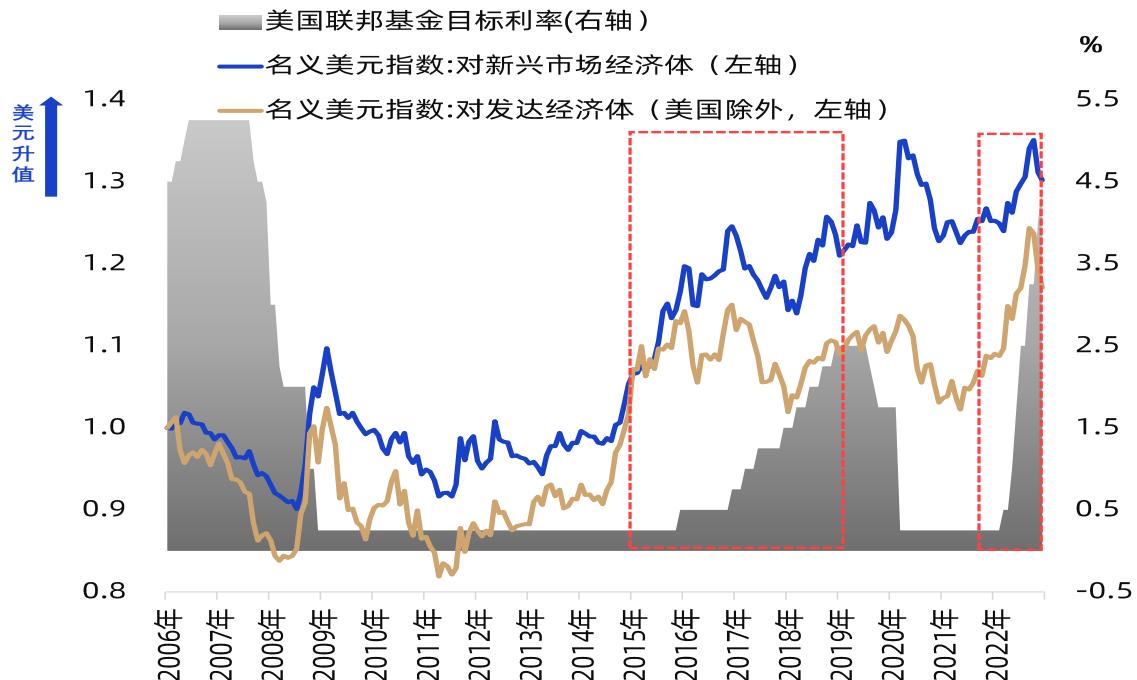
3-3-5

拐点①：海外经济 | 美元走强或已是强弩之末



投研小贴士：利率曲线控制政策（YCC）是一种特殊的货币政策工具，日本央行通过买卖特定期限的国债使其利率稳定在特定区间，从而保证国债利率曲线维持在理想形态。在2016年由现任日本央行行长黑田东彦引入，并曾于2018年、2021年分别两次扩大调整浮动范围。

本轮强势美元未对新兴市场经济体造成硬伤



美国暂缓加息→美日利差收敛→日元贬值压力下降



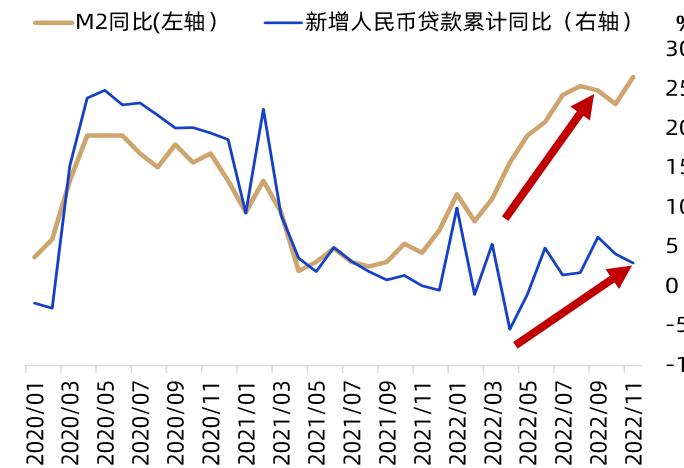
3-4-1

拐点②：中国经济 | 2022年经济运行回顾：钱从哪里来？去哪儿了？

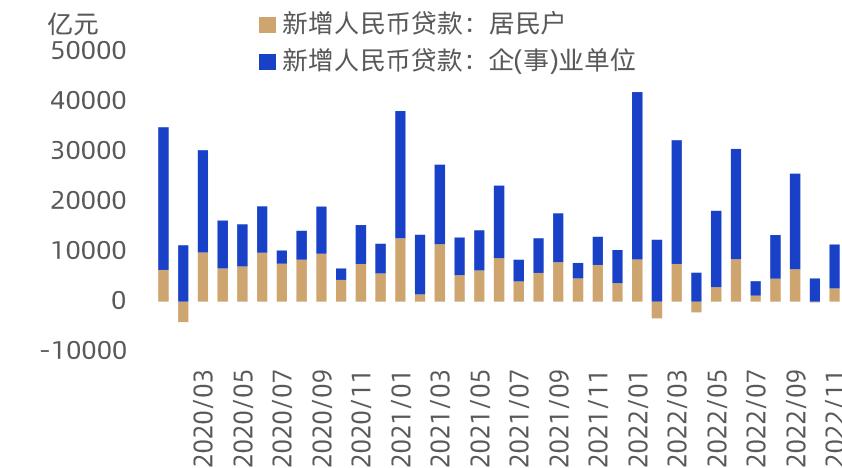
专项债积极发力



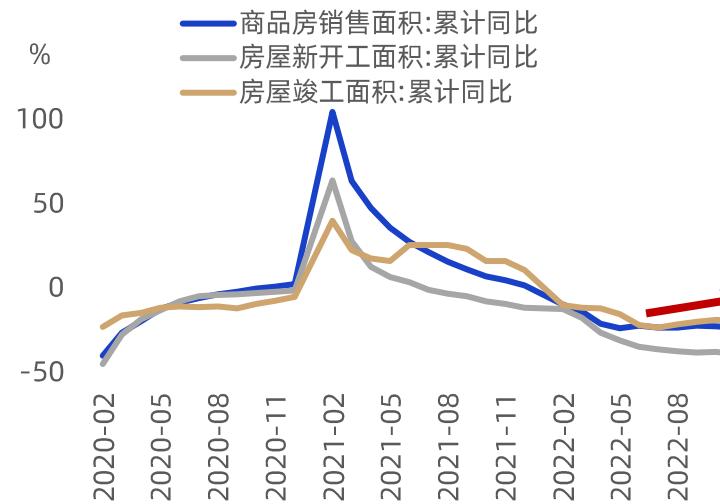
M2大幅走高，新增贷款平稳放量



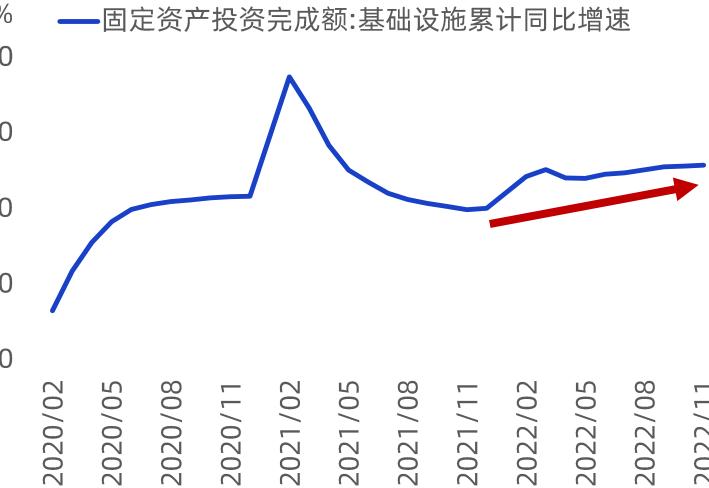
居民端贷款规模收缩，企业端贷款回升



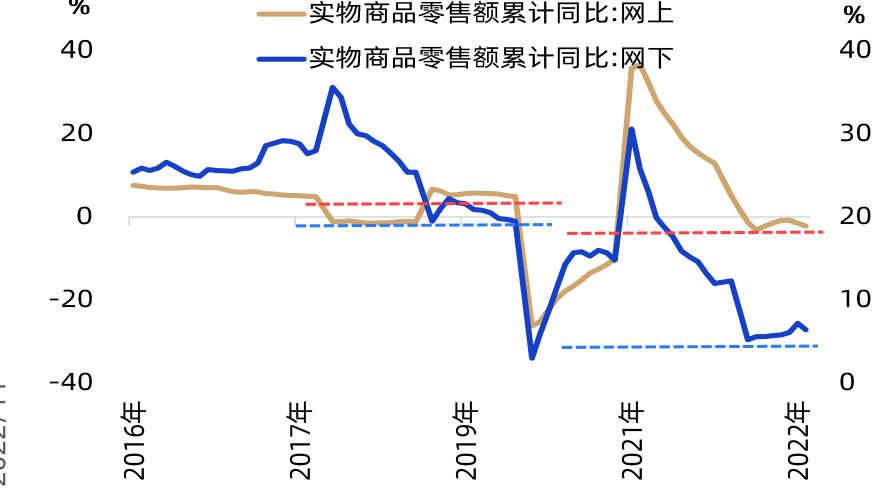
房地产：需求不振，竣工略有好转



基建：2022稳步回升



消费：2022下半年趋稳，仍未明显发力



3-4-2 拐点②：中国经济 || 2023年中国经济增速拾级而上，全年有望回升至5%附近

基本盘：“基建投资” → 减震器：“房地产投资” → 加速度：“消费” → 降速区：“出口”



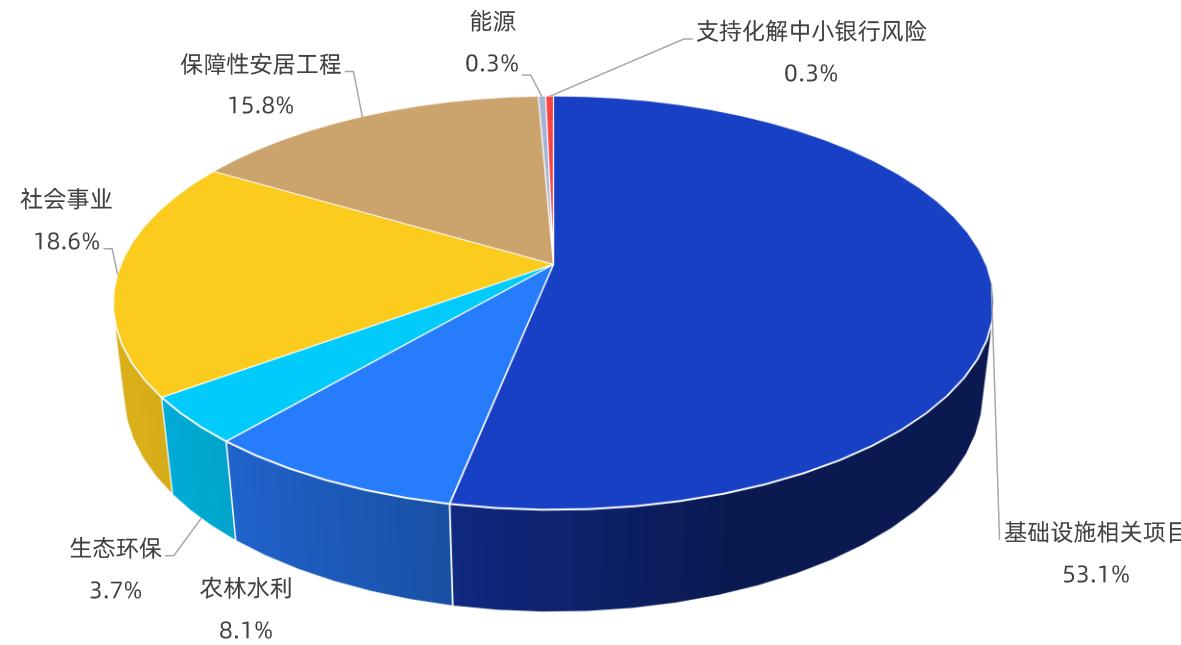
指标	实际值			预期值						
	全年			全年		季度				
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09	2023/12
GDP(%)	6.0	2.2	8.1	3.1	5.1	2.9	3.3	7.4	4.8	5.4
工业增加值(%)	5.7	2.8	9.6	4.1	5.4	2.7	4.5	8.0	5.0	5.2
固定资产投资(%)	5.4	2.9	4.9	5.5	5.9	5.5	3.3	5.0	5.6	5.9
社会消费品零售(%)	8.0	-3.9	12.5	0.8	6.3	-1.6	5.4	2.9	6.7	15.8
出口(%)	0.5	3.6	29.9	8.5	-1.7	1.8	-4.0	-5.0	-8.0	-1.0
CPI(%)	2.9	2.5	0.9	2.0	2.1	2.1	1.6	2.0	2.0	2.2
PPI(%)	-0.3	-1.8	8.1	4.4	-0.1	-0.6	-1.5	-2.1	0.6	0.6
M2(%)	8.7	10.1	9.0	11.7	9.7	11.7	1.4	1.3	9.8	9.7
人民币贷款(%)	12.3	12.8	11.6	11.1	11.0	11.1	11.0	11.1	11.2	11.0

3-4-3

拐点②：中国经济“稳增长”基本盘：2023年基建投资将保持较高增速

- 基建投资是2022年经济稳增长的关键支撑。**2022年前11月基建投资累计同比增速达11.65%，主要得益于政策加码、资金及时到位和项目进展提速。
- 以史为鉴，固定资产投资多在次年保持较高增速，进而形成对GDP的拉动作用。**往后看，2022年累计发行超过7000亿元政策性开发性金融工具，配合2022年四季度开始发行的5000亿地方专项债结存限额都将继续在2023年起到拉动基建的作用。

2022年专项债投向大基建相关领域的占比超过60%

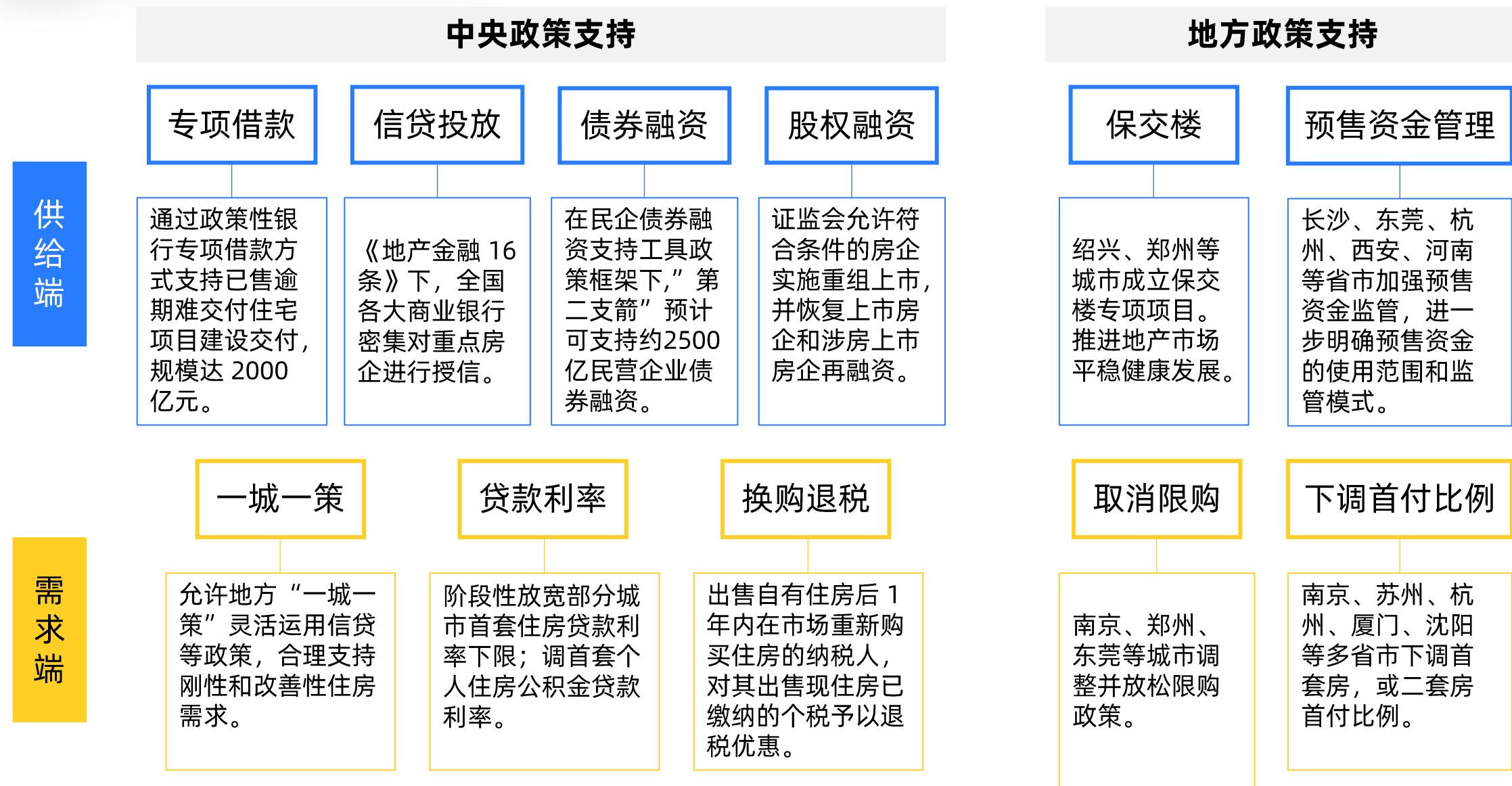


固定资产投资从投放到起效存在一定的时滞

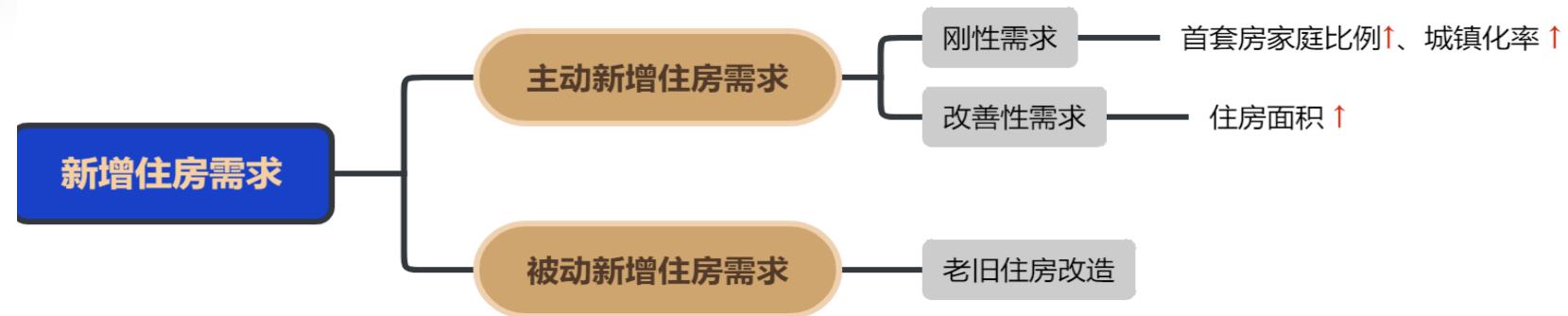
对GDP增长的拉动:资本形成总额 (%)	经济周期	经济周期				
		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
	1982-1986	2.0	3.6	6.3	10.7	1.4
	1987-1991	3.0	6.2	0.0	-2.7	3.4
	1992-1996	7.4	7.6	4.4	5.0	3.4
	1997-2001	1.3	2.2	1.6	1.8	5.3
	2002-2006	3.7	6.9	6.3	3.8	5.4
	2007-2011	6.3	5.1	8.0	6.7	3.9
	2012-2016	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1
	2017-2021	2.7	2.9	1.7	1.8	1.1

3-4-4

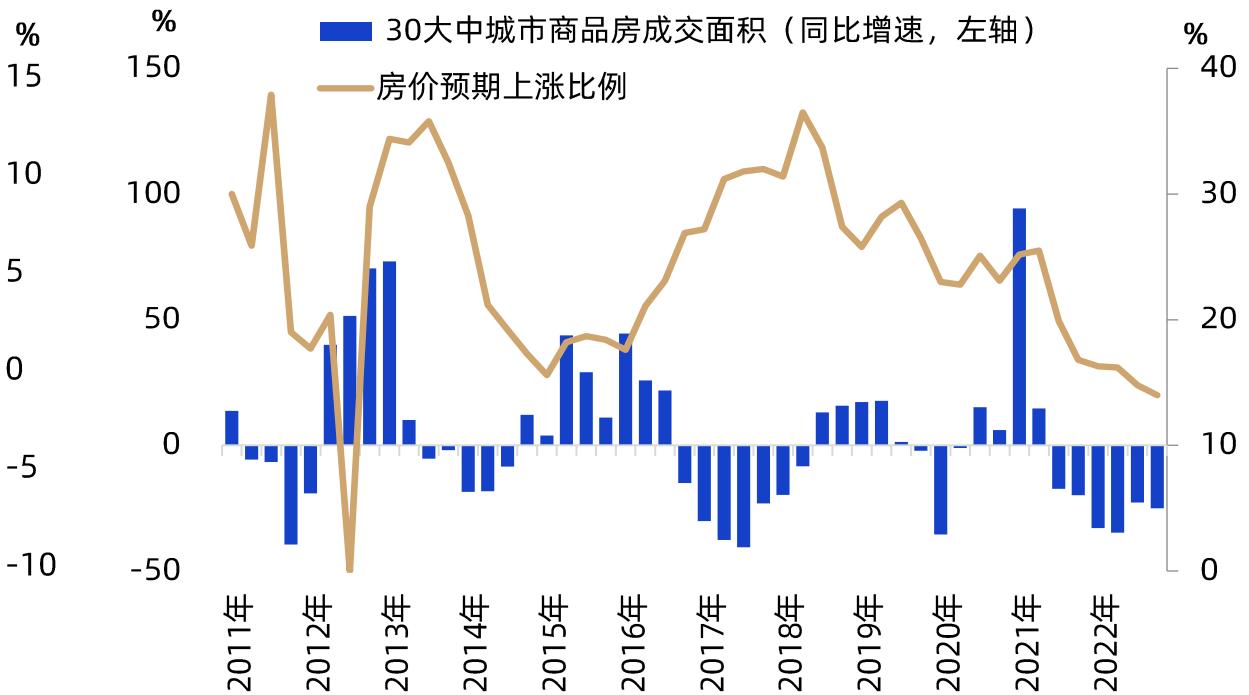
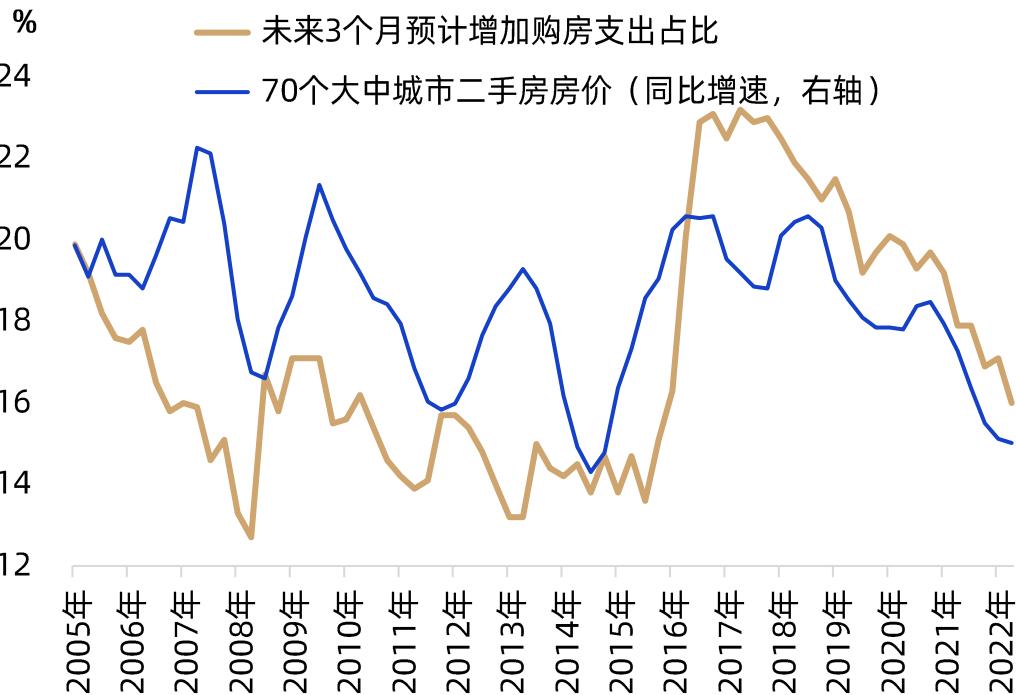
拐点②：中国经济 || “稳增长”减震器：2022年稳地产政策多措并举



3-4-5 拐点②：中国经济 “稳增长” 减震器：房地产投资逐步改善，需求修复仍需时间



2022年房地产销量增速、房价涨幅、购房意愿与房价上涨预期均创下近五年较低记录

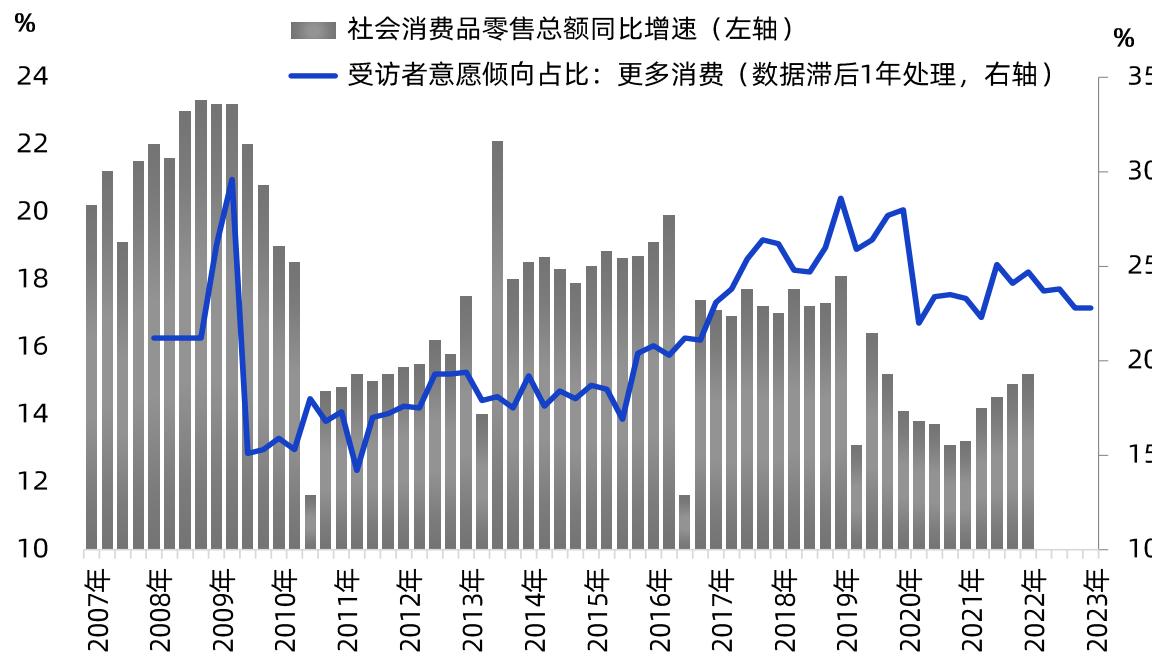


数据来源：中国人民银行调查统计司, Choice, Wind, 雪球投资研究部整理, 截至2022年12月30日

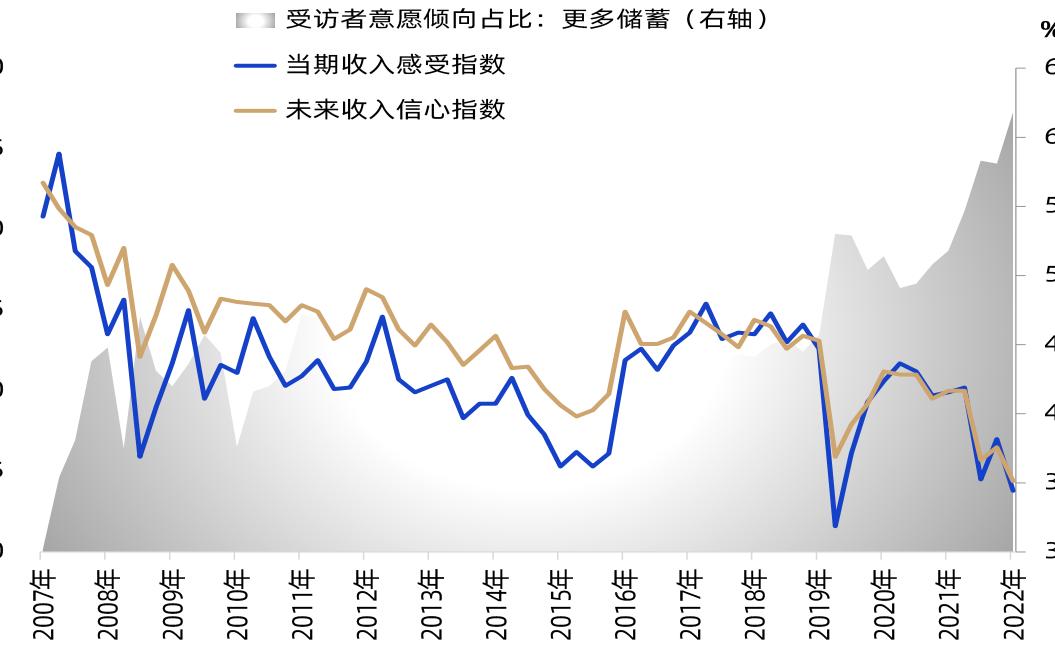
3-4-6 拐点②：中国经济“稳增长”加速器：消费好转，可持续性仍待经济复苏支撑

“扩内需”措施	2008年	2014年	2020年
财政货币政策	降准、降息	降准、降息	降准、降息；发行特别国债、专项债
房地产	贷款利率7折；首付2成	贷款利率7折；首付2成	房住不炒+“三支箭”
促消费	汽车、家电下乡	汽车购置税减半	汽车购置费优惠；新能源车免征购置费延长至2023年末

消费意愿先回暖→消费力道后回升



经济-收入-消费高度相关，正反馈待经济进一步发力

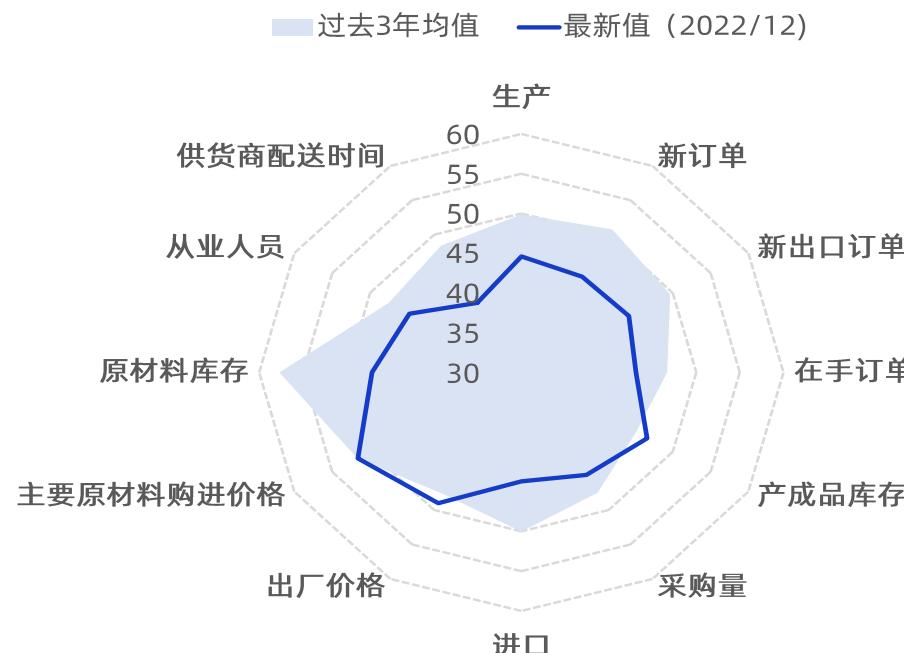


3-4-7

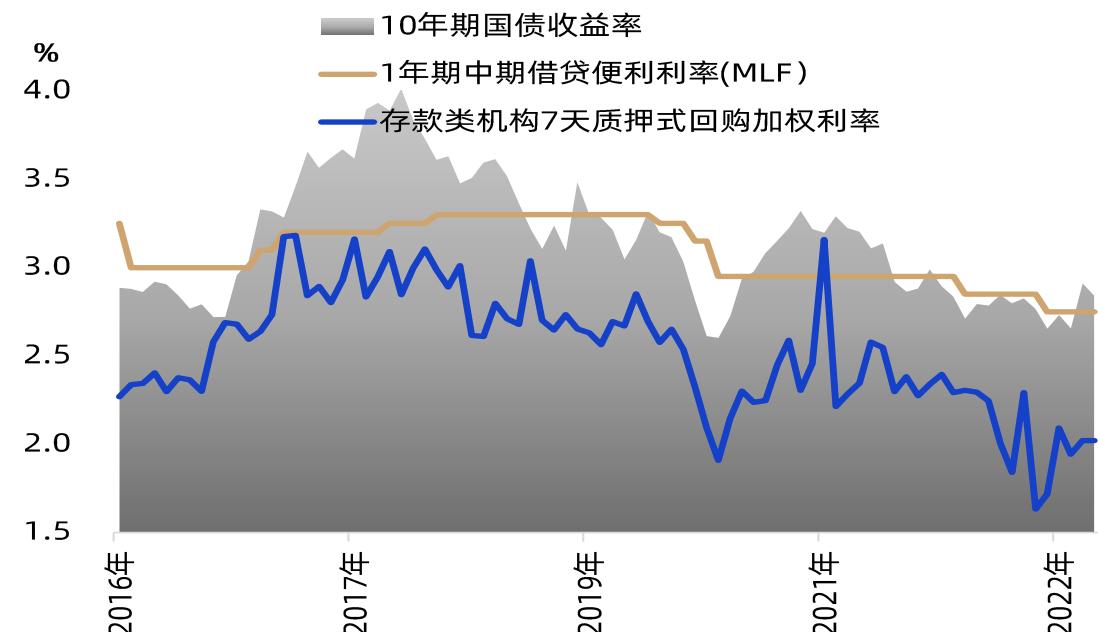
拐点②：中国经济 流动性将维持适度宽松，非对称性降息存在空间

- 随经济回升，流动性总量扩张程度可能低于2022年。（1）2022年中央经济工作会议重申“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，说明流动性总量扩张将受到约束；（2）2022年12月PMI创下近十年次低记录，随着投资、消费活跃度回暖，配合前期稳增长政策效果进一步兑现，2023年经济企稳回升可期，走势或一波多折。在此背景下，稳流动性是重要基础，但总规模力度或低于2022年。“宽信用”政策重点支持领域有望重点发力，维持定向宽松。
- 有降息的空间。（1）在宽信用、PPI出现负值、通胀可控的大背景下，降息是引导实体利率下行的可选方式；（2）2022年市场利率持续低于政策利率说明市场“不差钱”，需求回暖是扩内需的重要基础，降息（贷款利率为主）出台时间弹性较大。

PMI创近十年次低记录，经济底已现雏形



短期流动性供过于求的压力较明显

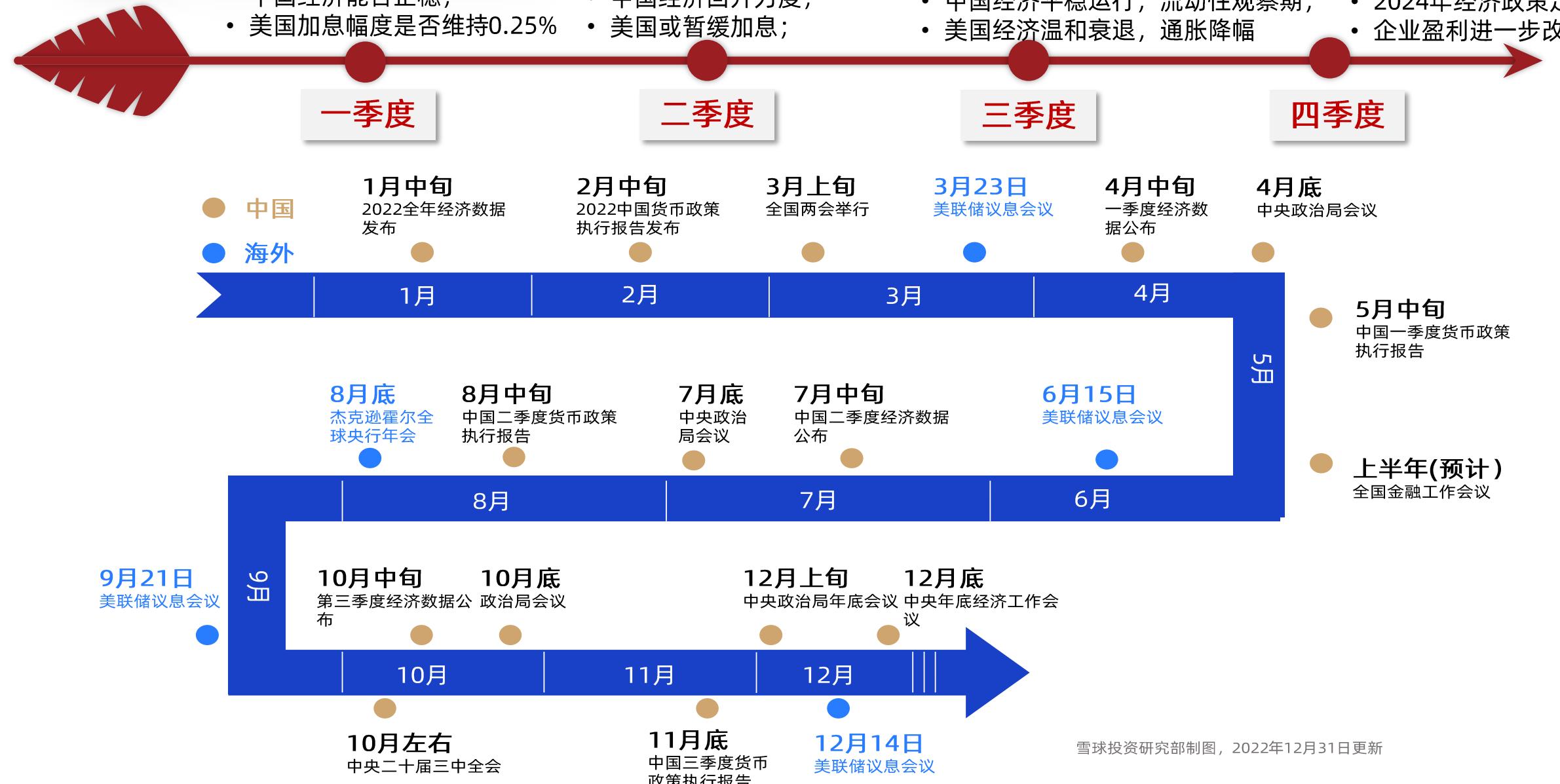


3-5

2023年投资展望

2023年经济事件重要时间线梳理

- 中国经济能否企稳；
- 美国加息幅度是否维持0.25%
- 中国经济回升力度；
- 美国或暂缓加息；
- 中国经济平稳运行；流动性观察期；
- 美国经济温和衰退，通胀降幅
- 2024年经济政策定调
- 企业盈利进一步改善



第四部分

2023年投资策略 在确定中寻找 α

■ 股票多头策略

- 大盘：不确定性因素逐步改善，上行虽有反复，股票类资产有“钱”途
- 风格：经济复苏预期增强，风格偏好“先价值，后成长，再均衡”
- 行业：在确定中追求 α ，重点关注消费、信创、高端制造、新能源车等领域。其中，新能源前期涨幅较大，需同时注意调整风险。

2023年策略小结

① 股优于债；② 先价值，后成长；③ 相对看好A股、港股

大类资产	策略/风格	2023年上半年展望			2023全年展望			补充说明
		低配	中配	高配	低配	中配	高配	
股票类资产	股票多头策略			√			√	<ul style="list-style-type: none"> 外部环境制约因素减弱；内部迎来经济底、政策底、盈利底重合阶段；估值回升但仍在低位，投资环境友好程度上升。
	指数增强策略			√		√		<ul style="list-style-type: none"> 雪球股债潜力指数显示目前股票长期配置性价比较高，对未来2年股票类资产不悲观。
	可转债策略*		√			√		<ul style="list-style-type: none"> 股市上涨从来不会是一蹴而就。考虑市场目前对中国经济向好，美国加息放缓的预期差反映较为充分。需要提防“预期差兑现”可能导致市场短期波动加大。
	消费			√		√		<ul style="list-style-type: none"> 风格、行业轮动或维持2022年快速轮动的特征。
	成长		√				√	<ul style="list-style-type: none"> 指增策略：指数估值低于50%分位以下且雪球股债潜力指数低于65%分位以下考虑配置。
	周期		√			√		<ul style="list-style-type: none"> 转债策略：股性较强，配置性价比低于2022年。
	金融			√		√		<ul style="list-style-type: none"> 消费风格2023上半年有望发力，下半年成长风格潜力较好。
债券类资产	利率债	√			√			<ul style="list-style-type: none"> 经济复苏照进现实，流动性退出言之尚早，2023年预期是固收收益的小年，需注意控制利率风险，降低收益预期。
	信用债(高评级)		√			√		<ul style="list-style-type: none"> 优先关注短债策略、固收+策略。
其他	美股	√			√			<ul style="list-style-type: none"> 美股：资金已提前交易“衰退预期”，不排除趁着美国加息放缓，美国经济没“那么差”出现短期反弹，经济温和衰退仍是大概率事件，美股投资价值相对偏低。
	港股			√			√	<ul style="list-style-type: none"> 港股：美联储加息放缓与国内经济复苏预期同时增强，港股估值仍有修复空间。A股对港股影响大于美股。
	市场中性策略	√			√			<ul style="list-style-type: none"> CTA策略：商品趋势上行动能不足，关注主观、中高频策略。
	商品策略	√			√			<ul style="list-style-type: none"> 黄金：仍有脉冲行情。

数据来源：雪球投资研究部整理，*考虑可转债资产目前价格反映偏股性，2023年表现或更趋同于股票类资产，分类上暂时划分至股票类资产

4-2

选股 或 选债?

短期股优于债，长期配置性价比相对均衡

雪球股债潜力指数：雪球股债潜力指数越低代表长期配置股票资产的投资性价比越好，是个低位建仓股票的好时机；反之，雪球股债潜力指数越高表明投资股票的性价比没有债券高，此时应该逐步降低股票资产。雪球股债潜力指数走势分为从0%-100%的7个区间，其中，区间分位最低的5%和最高的5%（95%以上）分别对应股票“极高”和“极低”的投资性价比。

当前股票性价比：**32.8% (较高)**

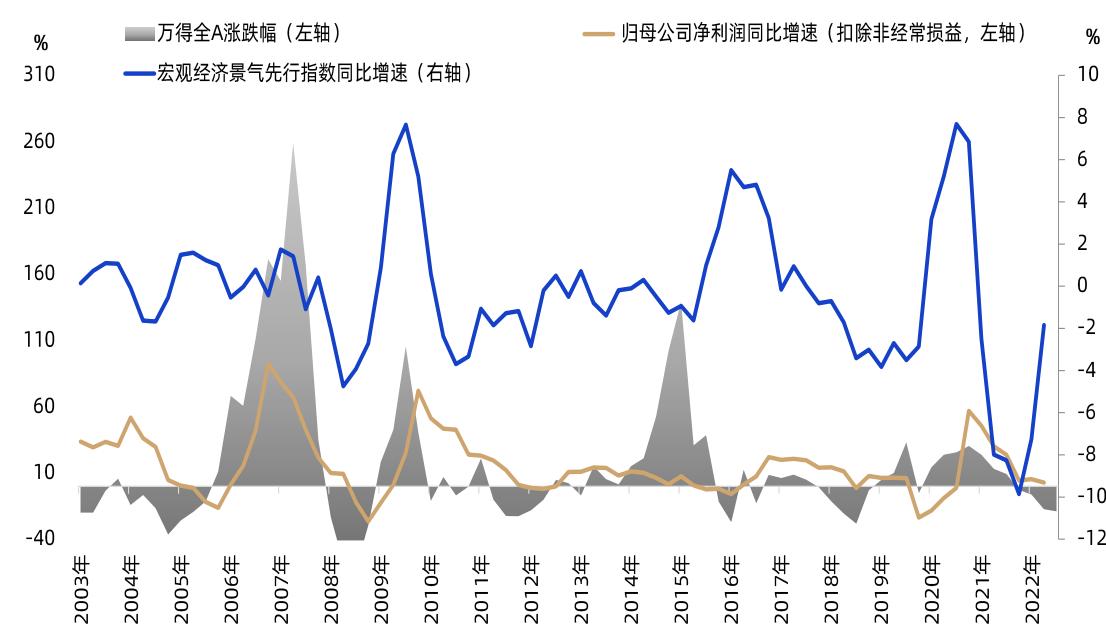
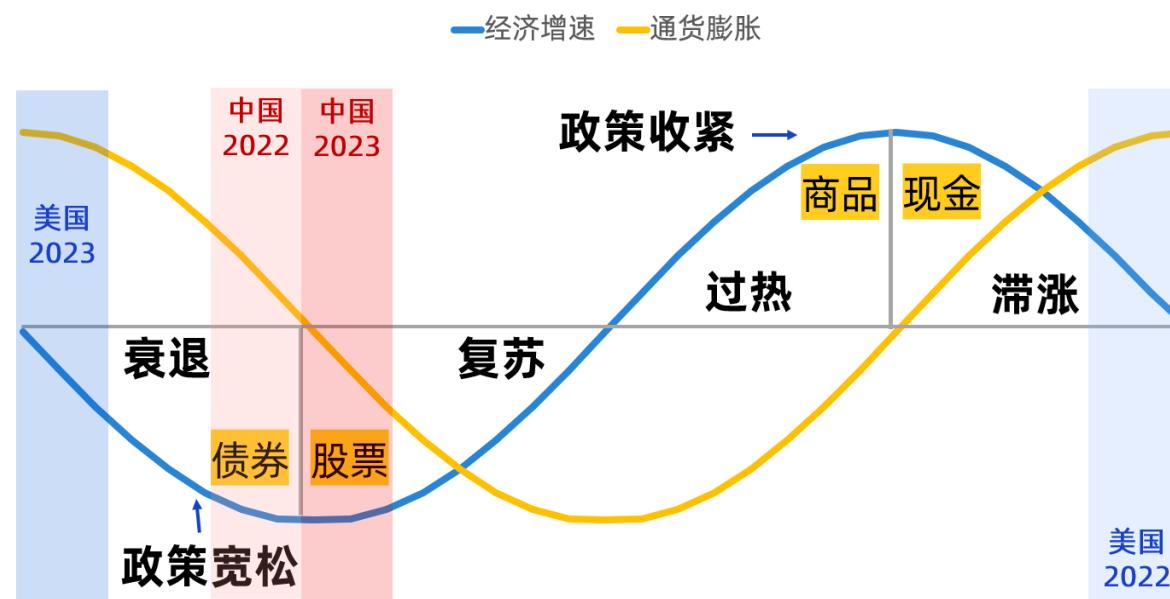


4-3-1 股多策略-大盘

不确定性因素正逐步改善，股票类资产有“钱”途

	宏观	企业盈利	增量资金	乐观情绪	估值	外部因素
是否改善	✓✓ <ul style="list-style-type: none"> 稳增长政策发力 	✓ <ul style="list-style-type: none"> 待修复验证 	✓ <ul style="list-style-type: none"> 宏观流动性合理宽裕； 增量资金仍待改善 	✓ <ul style="list-style-type: none"> 恐慌情绪缓解 机构普遍看好后市 	✓ <ul style="list-style-type: none"> 主要股指多位于历史50分位以下 部分行业估值偏高 	? <ul style="list-style-type: none"> 欧美经济下行； 美联储加息放缓； 地缘政治冲突空间歇性作用； 其他因素

经济改善+企业盈利修复周期，股票资产通常表现较好



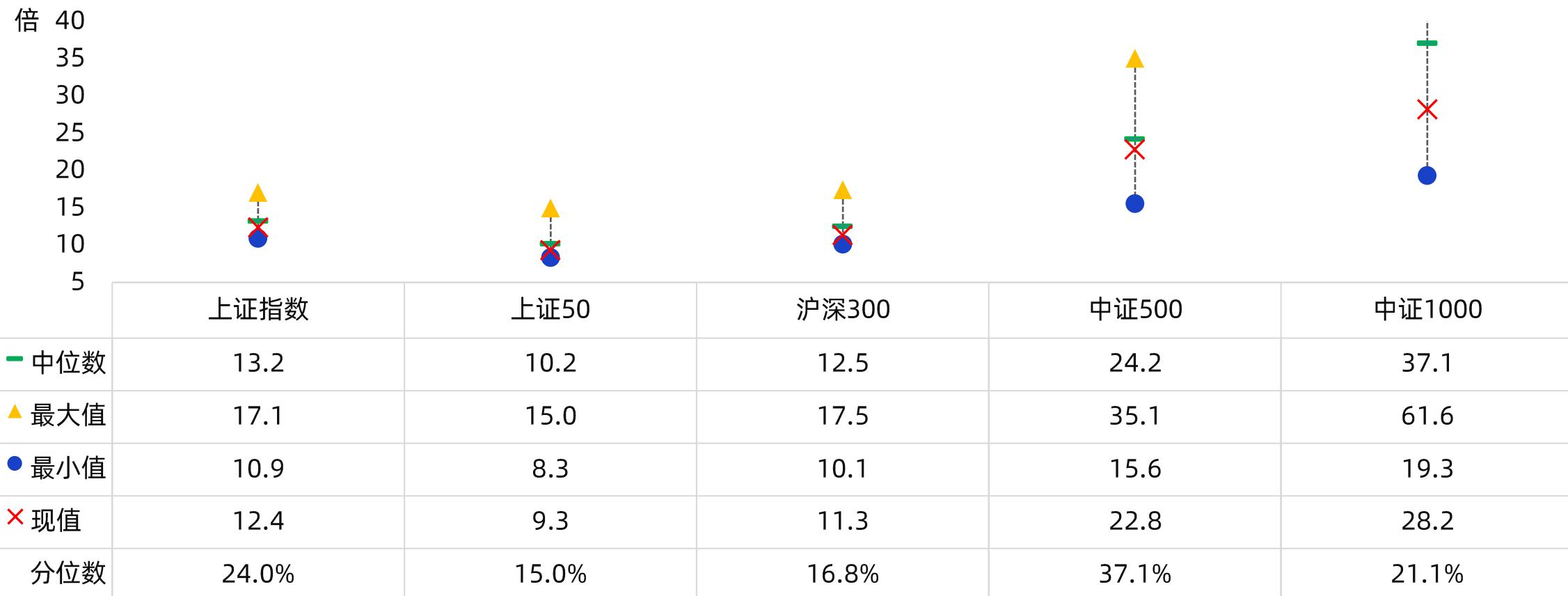
数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

4-3-2 股多策略-大盘

A股主要宽基指数仍具备低估值优势

- 上证指数估值处于5年来较低水平。** 2020年来，上证指数点位与上证指数PE估值走势出现一定程度的分化。伴随企业盈利的提升与股市数次震荡下跌，上证指数估值目前来到过去5年**15%**的分位值，处于历史较低水平，仍具备低估值优势。

A股指数估值普遍处于近五年较低水平



4-3-3 股多策略-大盘

A股全年行情仍有反复，我们倾向用两年时间看投资价值

- 估值底、政策底、经济底、情绪底同步出现，2023年有望迎来确定性相对较高的修复行情。
- 2023年为市场信心重建阶段，需要结合经济形势进行考虑，资金对“基本面预期差”反应敏感，策略之于行情可能是属于“好看不好做”的阶段，建议用更长期视角看股票类资产的投资胜率：一季度检验经济复苏的强预期能否兑现；二季度市场期待经济明确的回升信号，三季度需观察流动性是否会随经济回升出现，2023年全年行情仍有反复，需要注意短期节奏。从现在看未来2年，行情确定性更加清晰。

上证综指长期走势图（2000-2022年）



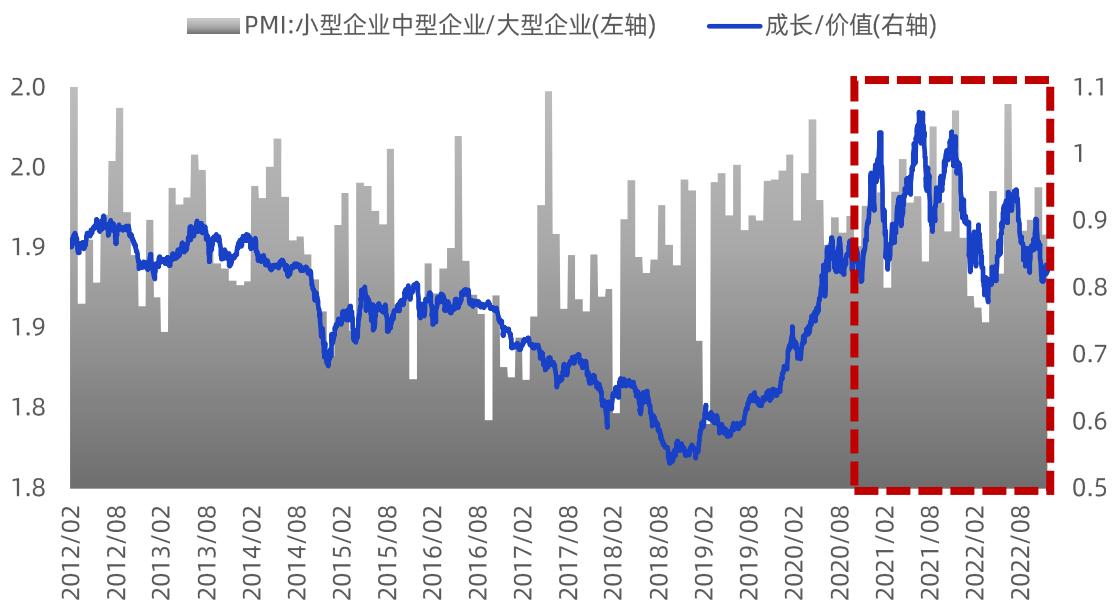
数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

4-3-4 股多策略-风格

经济复苏预期增强，风格偏好“先价值，后成长，再均衡”

- 2022年价值风格表现较好。**2019-2021年期间，成长风格表现较好，但进入2022年之后，成长风格回撤幅度较大，在震荡市中呈现出上涨快、回撤大的特点。2022年11月市场开始交易“复苏预期”，价值风格表现亮眼。
- 本轮复苏周期前期，价值风格短期潜力更佳。**回顾2022年，价值风格回撤幅度全面小于成长风格。始于2022年末这轮反弹，市场资金的主线聚集于边际复苏更稳定的价值风格。考虑经济复苏传导至成长风格盈利提升时间周期较长，在以经济修复为主线行情中，价值风格早期表现好于成长风格。

经济正式进入确定性强复苏周期之前，价值风格相对占优



4-3-5 股多策略-行业

行业对比：估值分化，资金偏好“预期”交易意图明显



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

4-3-6 股多策略-行业

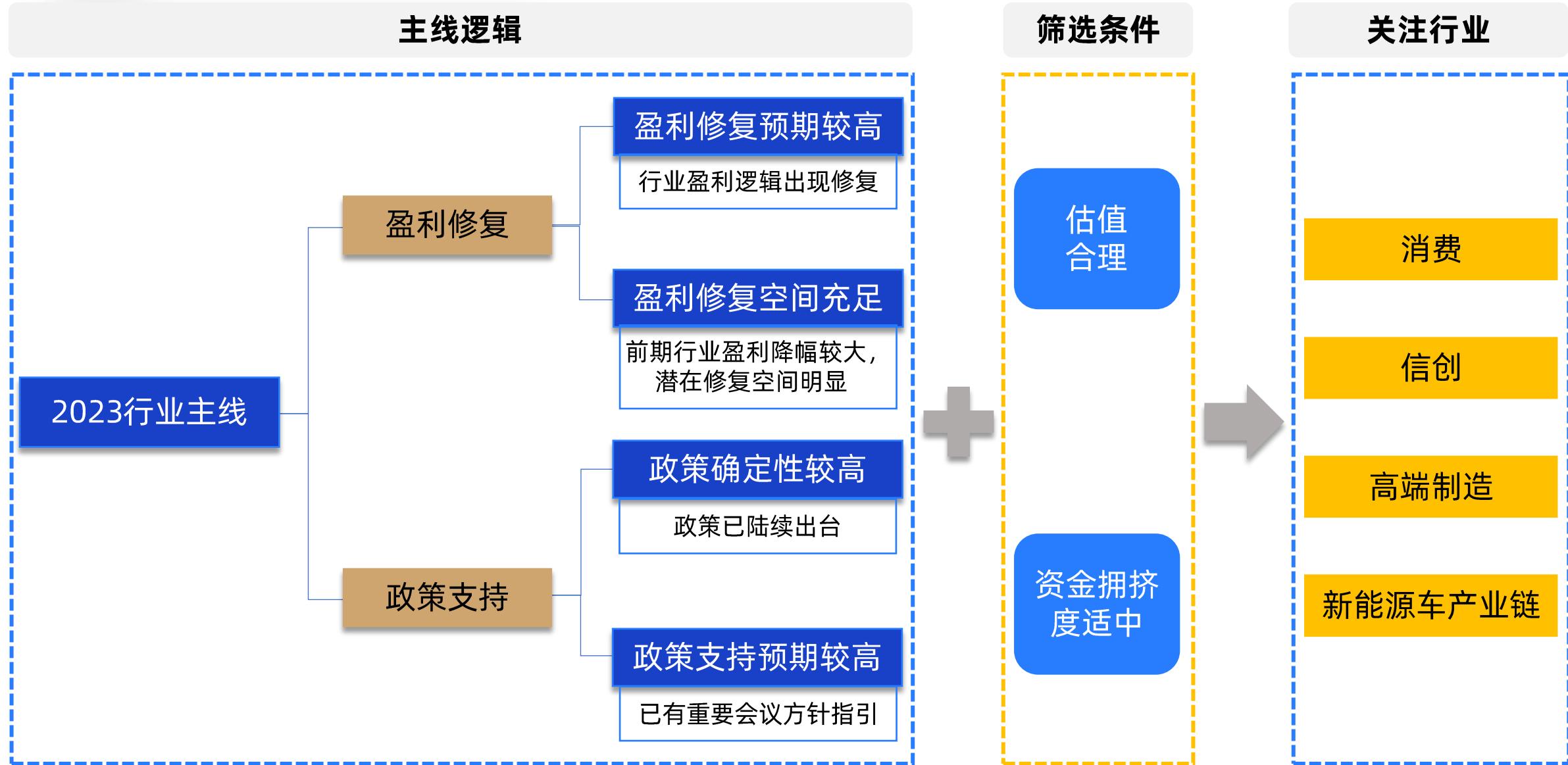
行业对比：热门赛道内部的行业估值分化加快

	PE现值	PE三年中位数	PE十年中位数	PE三年分位数(%)	PE十年分位数(%)	近三年估值走势
新能源	19.5	34.3	33.7	1.7	1.4	
光伏发电	24.9	27.5	36.3	22.6	11.0	
风力发电	23.7	28.9	38.2	20.7	2.8	
光伏电池组件	30.5	42.1	44.7	15.2	2.4	
锂电池	40.5	80.2	52.3	2.6	13.9	
蓄电池及其他电池	25.8	28.2	28.9	32.7	10.2	
	PE现值	PE三年中位数	PE十年中位数	PE三年分位数(%)	PE十年分位数(%)	
消费	34.3	36.5	29.9	39.3	57.2	
厨房电器	20.3	21.0	23.3	39.8	27.1	
白酒	33.7	43.1	27.9	17.0	40.3	
娱乐用品	40.2	33.4	49.2	56.8	11.6	
酒店	323.2	86.4	48.1	81.3	81.4	
餐饮	46.0	41.8	41.7	13.4	13.4	
	PE现值	PE三年中位数	PE十年中位数	PE三年分位数(%)	PE十年分位数(%)	
科技	28.3	41.8	40.3	3.5	9.0	
机器人	43.7	44.6	48.3	45.9	10.8	
激光设备	26.4	43.1	40.7	13.0	16.3	
数字芯片设计	36.8	90.3	91.0	5.6	5.4	
半导体设备	54.8	161.4	132.1	0.9	3.4	
光学元件	41.9	42.4	45.9	35.6	22.6	

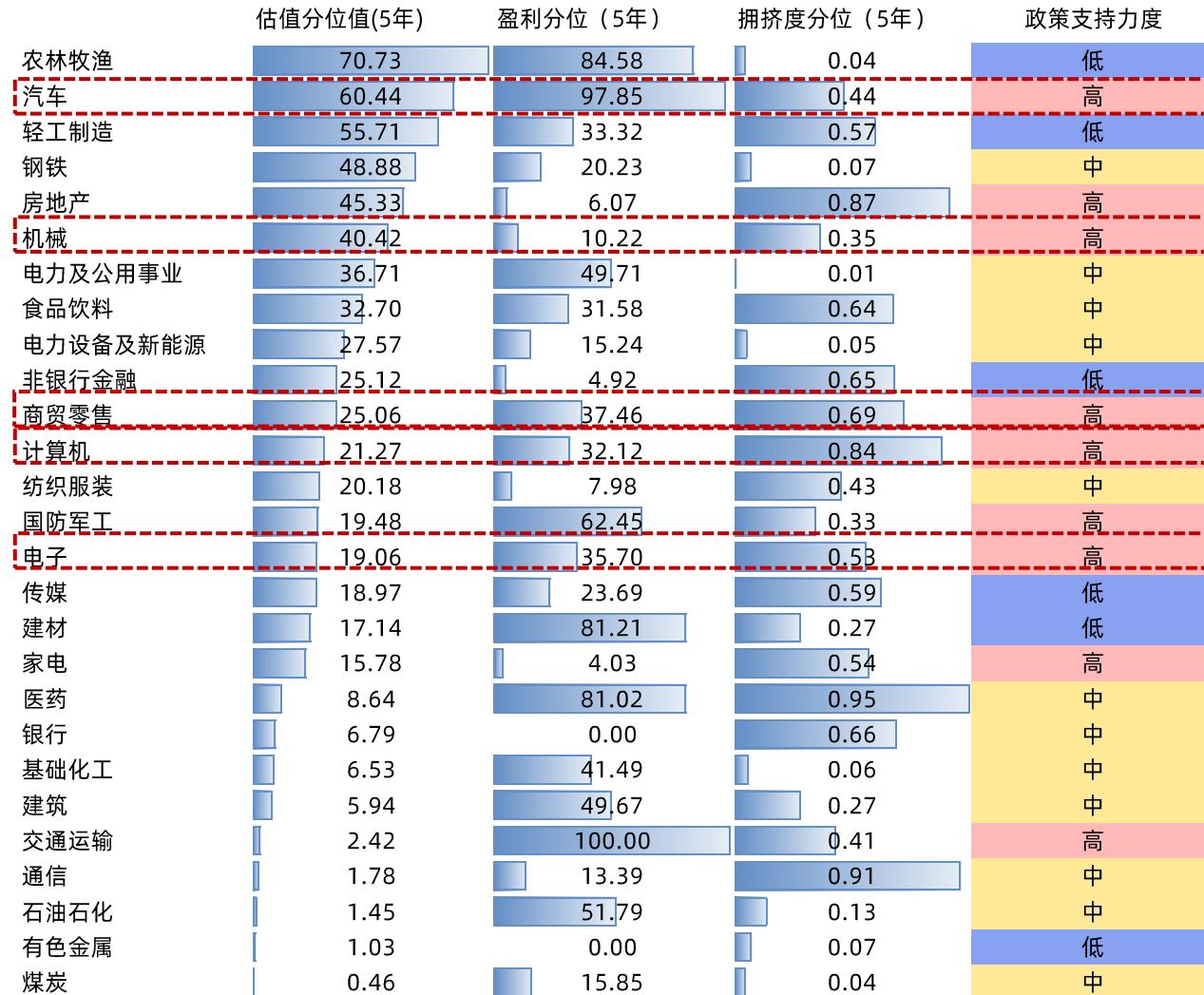
4-4-1

股多策略-行业

围绕盈利修复+政策支持两条主线，在确定中寻找α (1/2)



四维度行业筛选



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部测算整理，截至2022年12月26日

■ 商贸零售

扩大内需作为当前经济复苏的主要方向，消费板块中的商贸零售行业盈利修复确定性较高、盈利修复空间充足，且估值水平较低。

■ 电子、计算机

数字经济是推动国内国际双循环的重要力量，信创在国产替代、自主可控的方针下具有潜力。

■ 机械

二十大强调的提高全要素生产率背景下，产业基础再造和重大技术装备攻关成为重要方向。在制造强国的大背景下，制造业高端化趋势清晰。

■ 汽车

新能源车产业链在扩大消费、碳达峰碳中和目标中都具有重要意义，虽然目前估值较高、盈利已充分修复，但在核心政策指引下，仍值得关注。

4-4-3 股多策略-行业

为什么我们重视“政策支持”主线逻辑？

重要会议	2007年	2012年	2017年
关键词	民生、科学发展观、社会保障、 医疗卫生	发展、改革	全面小康、新时代
突出要点	改善民生，推进社会建设	科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置	在中高端消费等领域培育新增长点、形成新动能。完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用

历次重要会议提及的重点行业表现跟踪：后两年行业超额收益排名通常靠前

2008年-2010年	行业超额收益（%）	2013年-2015年	行业超额收益（%）	2018年-2020年	行业超额收益（%）
家电	45.8	计算机	135.8	食品饮料	36.0
医药	41.1	传媒	102.1	消费者服务	15.4
汽车	36.7	国防军工	80.5	农林牧渔	13.9
电力设备及新能源	35.5	非银行金融	77.3	银行	11.7
电子	27.8	综合	59.4	非银行金融	10.2
农林牧渔	26.8	通信	57.4	计算机	9.6
食品饮料	23.6	电力及公用事业	45.1	家电	7.9
建材	23.1	电力设备及新能源	42.9	建材	3.2
煤炭	22.8	交通运输	41.2	医药	-0.2
通信	22.0	建筑	39.9	电子	-0.5

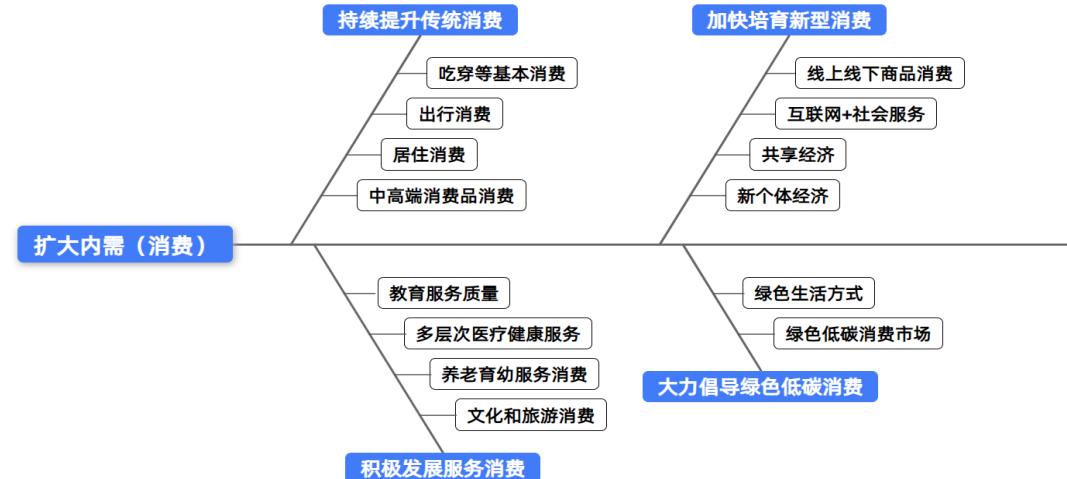
4-4-4

股多策略-行业

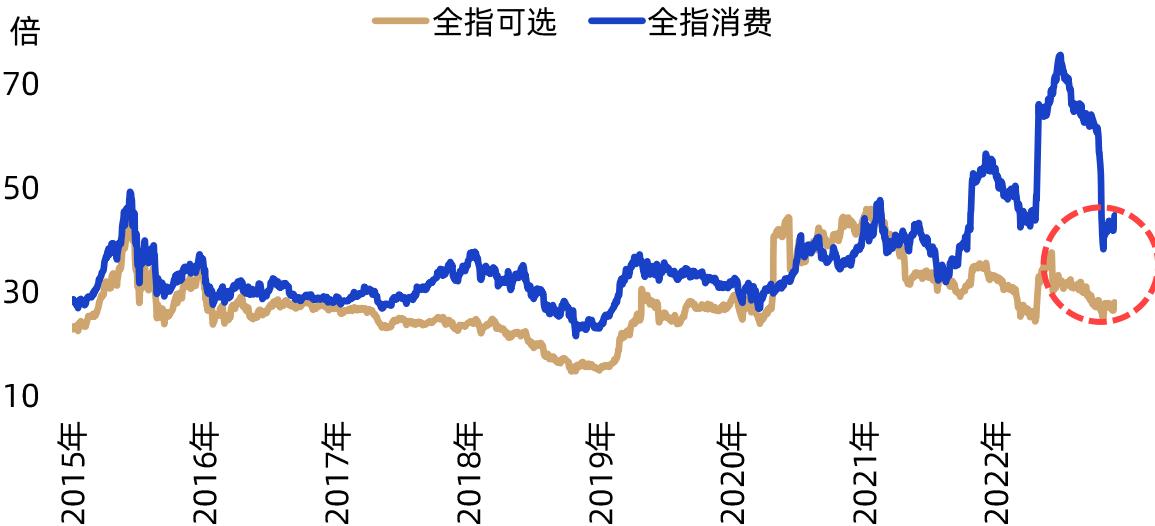
【消费】政策支持力度大，消费板块盈利修复确定性高

- 扩内需作为当前经济复苏的主要方向。消费主题包含：必选消费、服务消费、新型消费、低碳消费四条线索。
- 过去两年必选消费、可选消费估值都经历大幅波动，截至2022年末均已回落至较低水平。
- 对比可选消费，必选消费盈利修复较为确定，2022年已率先回升。

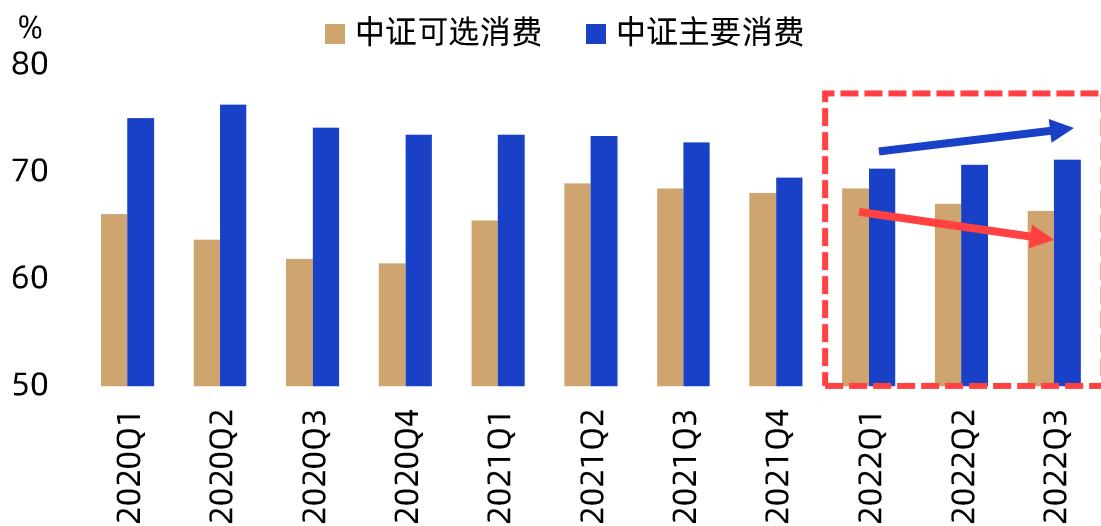
《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》重点



中证消费、可选消费估值均已回落至较低位置



必选消费的总资产周转率（销售能力）已率先好转

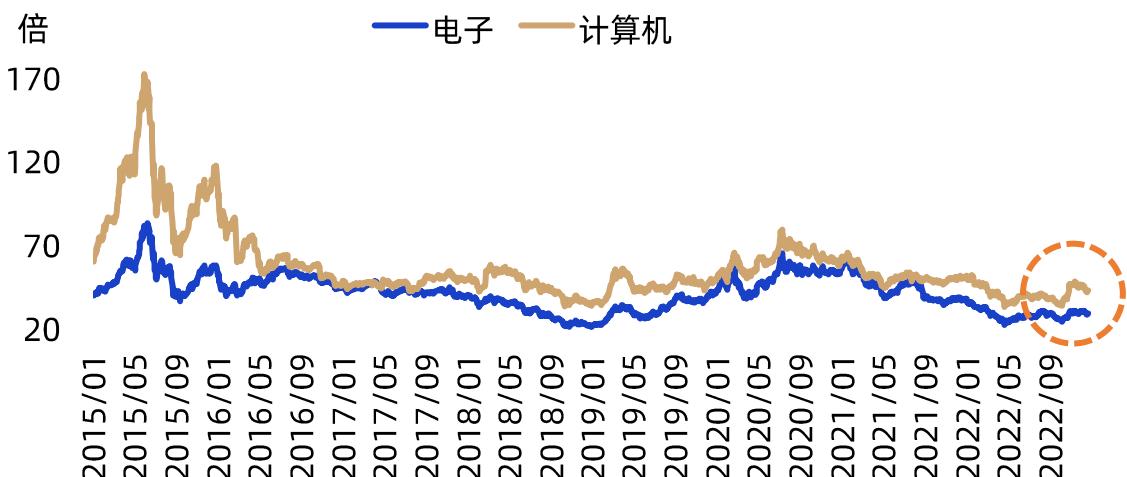


4-4-5 股多策略-行业

【信创】数字经济推动发展，信创产业自主发展潜力充足

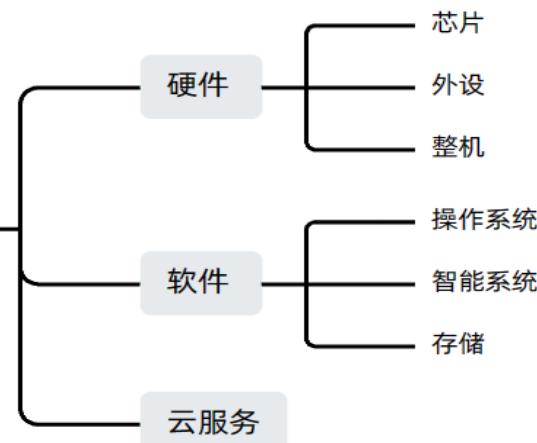
- 信创产业覆盖众多概念。其中，芯片、平台系统、云服务均属于重点技术项目。
- 信创板块中覆盖的电子、计算机行业2022年底估值处于2015年来较低位置。
- 重要会议中强调数字经济是推动国内国际双循环的重要力量，关键技术上的自主创新，国产替代发展潜力充足。

电子、计算机行业估值目前处于较低位置



数据来源：Choice, Wind, 公众媒体报道, 雪球投资研究部整理, 截至2022年12月30日

信创产业概览



信创产业相关政策梳理

发布时间	政策名称	政策内容
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	积极稳妥发展工业互联网，要培育形成具有国际影响力的工业互联网平台，推进“工业互联网+智能制造”产业生态。
2022年10月	《国务院关于数字经济发展情况的报告》	深入推进企业上云用数赋智，加快推动工业互联网、数字商务、智慧农业发展，促进传统产业全方位、全链条转型升级。
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035 年）》	健全新型举国体制，在人工智能、量子信息、脑科学等前沿领域实施一批前瞻性、战略性国家重大科技项目。

4-4-6 | 股多策略-行业

【高端制造】制造强国大背景，制造业高端化趋势清晰

- 二十大报告中强调制造强国，关注制造业高端化、智能化、绿色化发展。多项重要技术装备补贴政策已经落地。
- 与高端制造表现相关性较高的机械板块，估值已回落至2017年来较低水平，同时2022年来盈利出现持续改善。
- 机床产量与制造业PMI走势相近，在复苏周期中，制造业关键设备需求量有望提升。

机床产量与制造业PMI走势相近



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

制造、机械产业相关政策梳理

发布时间	政策名称	政策内容
2022年10月	《二十大报告》	制造强国：建设现代化产业体系，关注重大技术攻关工程，关注制造业高端化、智能化、绿色化发展。
2022年11月	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	优化实施首台（套）重大技术装备、重点新材料首批次保险补偿试点政策，深入开展政府采购支持首台（套）试点，推动首台（套）、首批次等创新产品研发创新和推广应用。

机械板块估值回落同时盈利持续改善

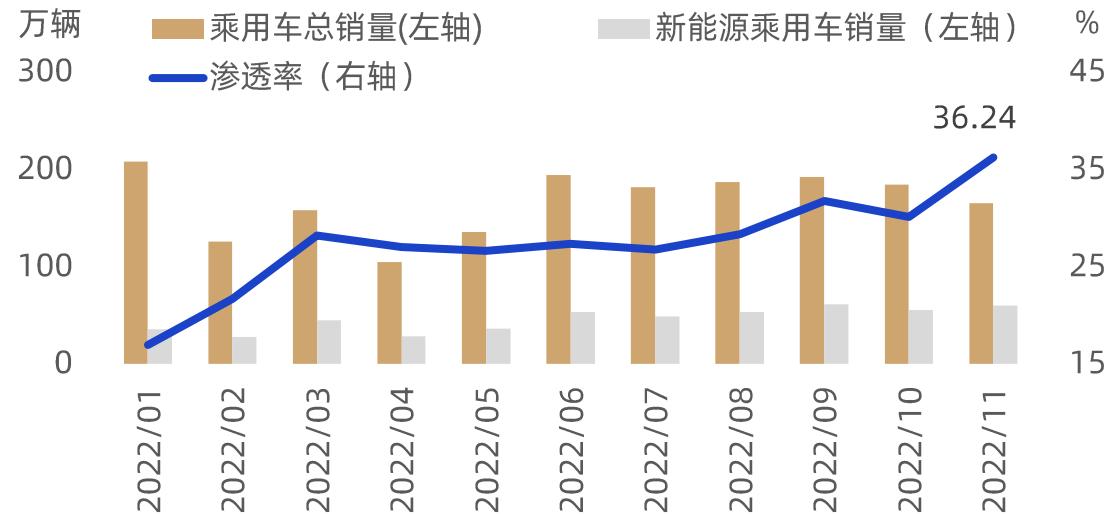


4-4-7 股多策略-行业

【新能源车】扩内需&绿色发展，新能源车产业链持续发力

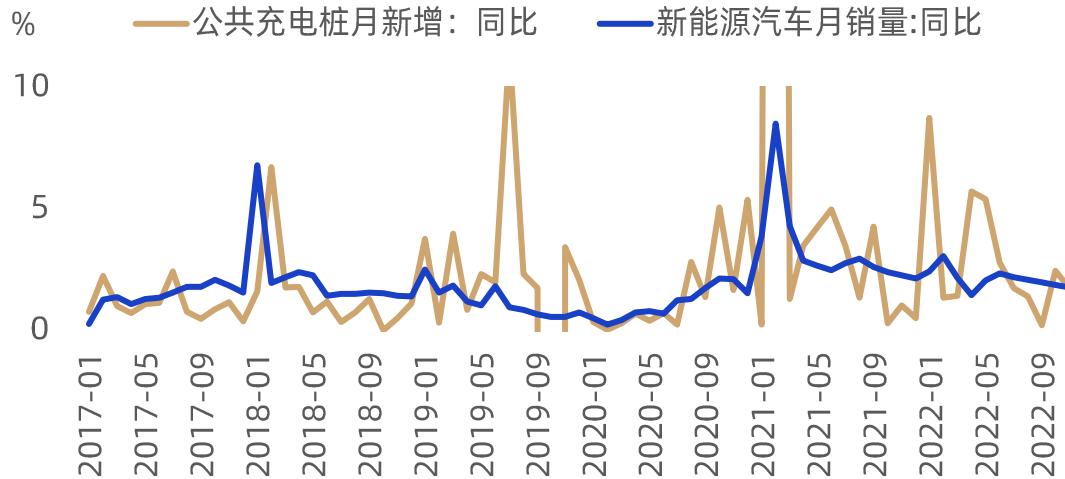
- 新能源乘用车渗透率已于2022年底超预期突破35%。双碳目标下，新能源乘用车市场规模预期稳定增长。
- 新能源车充电桩增速与新能源车销量相关性较高，动力电池装车量增速较为稳定，在新能源车市场规模保持稳定的前提下，充电桩产业链、动力电池市场值得关注。
- 风险提示：**近两年新能源汽车主题在政策支持力度较大，行业表现多有反映，随着新能源车购置补贴政策到期后，多家新能源车企陆续宣布涨价，需要注意新能源汽车主题因需求承压，进而产生主题板块调整风险。

新能源乘用车渗透率持续上升

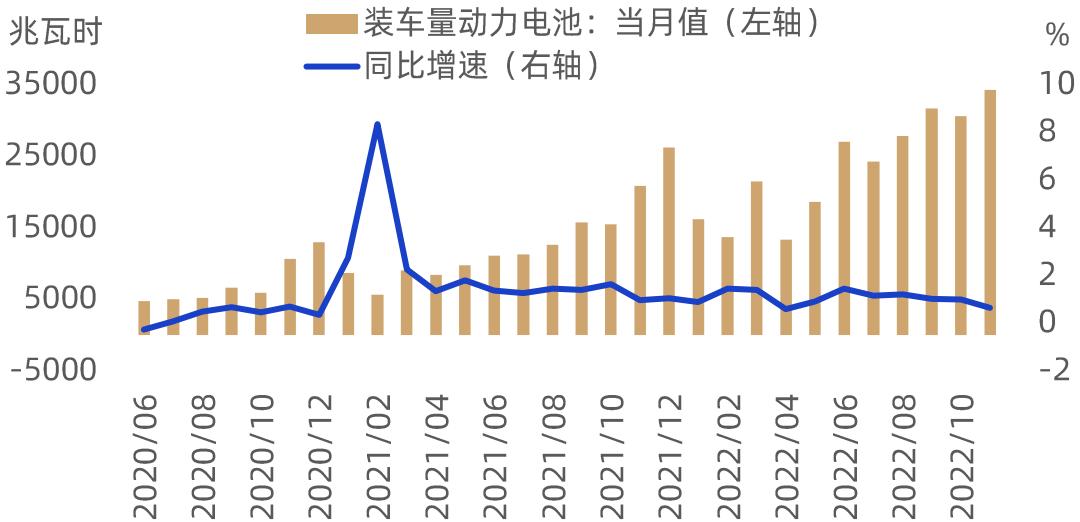


数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

公共充电桩增速与新能源车销量趋势相关



动力电池装车量增速较为稳定



第四部分

2023年投资策略 在确定中寻找 α

- **指数增强策略：**指数处于低估值阶段，可适度增加应用
- **可转债策略：**股性强，投资性价比或低于2022年
- **固收策略：**债市小年，重点关注短债策略、固收+策略

4-5-1 指数增强策略

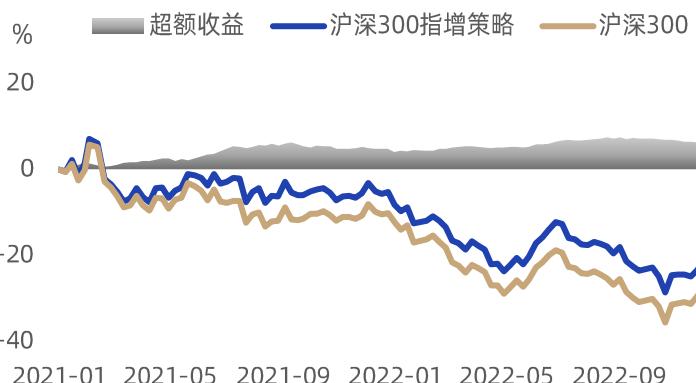
剔除风格轮动较快阶段，指增策略超额收益整体相对稳定

指增策略主要收益来源

阿尔法收益（超额收益）

贝塔收益

沪深300指数



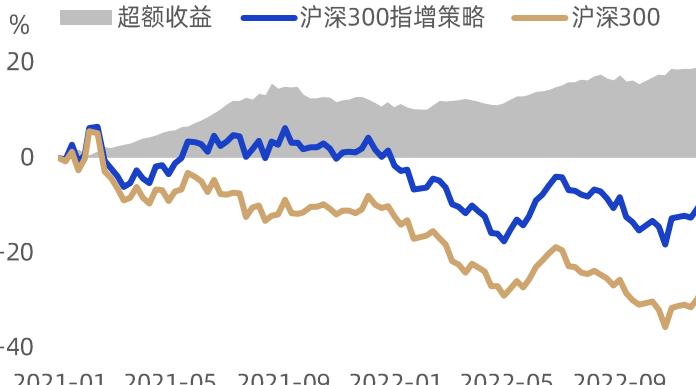
中证500指数



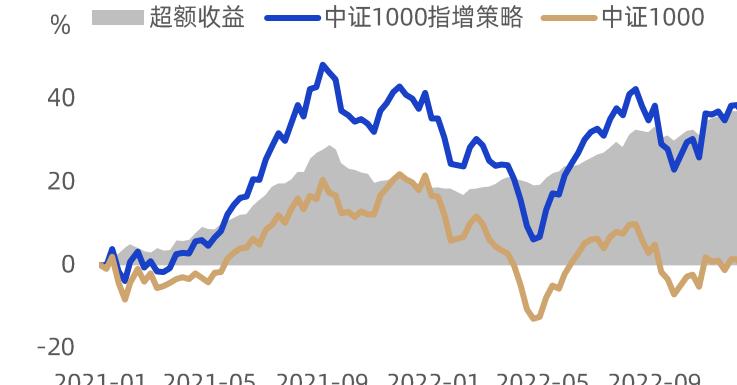
中证1000指数



公募基金



私募产品



4-5-2 指数增强策略

指数仍处于低估值阶段，可在组合中适度加入指增策略

在低估值阶段买入，指增策略的两年投资胜率越高（按过去五年估值历史分位统计，分位值越高说明估值越贵）

宽基指数/估值位置	30%分位值以下	50%分位值以下	90%分位值以上
沪深300	59.0%	90.9%	25.7%
中证500	65.1%	79.2%	0.0%
中证1000	63.5%	65.8%	-

经济复苏前期，大市值风格多有较好的表现



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，历史数据不代表未来表现，截至2022年12月30日

食品饮料为沪深300第二大重仓行业

	前五大重仓行业	权重
沪深300	银行	11.6
	食品饮料	11.6
	电力设备	10.9
	非银金融	9.6
	医药生物	7.6
中证500	医药生物	10.8
	非银金融	6.7
	有色金属	6.2
	基础化工	4.9
	国防军工	4.8
中证1000	医药生物	9.1
	电子	8.9
	基础化工	7.2
	电力设备	6.6
	计算机	5.4

4-6

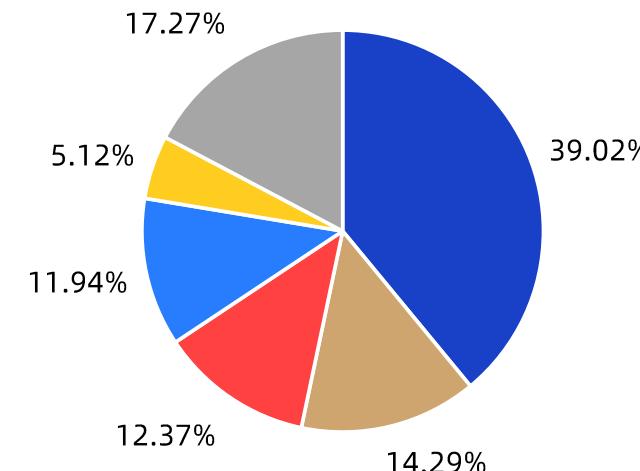
可转债策略

随A股共舞，投资性价比整体略低于2022年

- 转债平价决定了转债的价格空间，估值影响赚钱的容易程度。中期看，股强债弱可能是大概率事件，这意味着转债主要策略在于跟随正股。
- 平价在95-105范围内的转债性价比较高，目前该区间转债占比由2022年10月的8.7%上升至12.4%。

转债平价（95-105）最新只数占比约12.4%

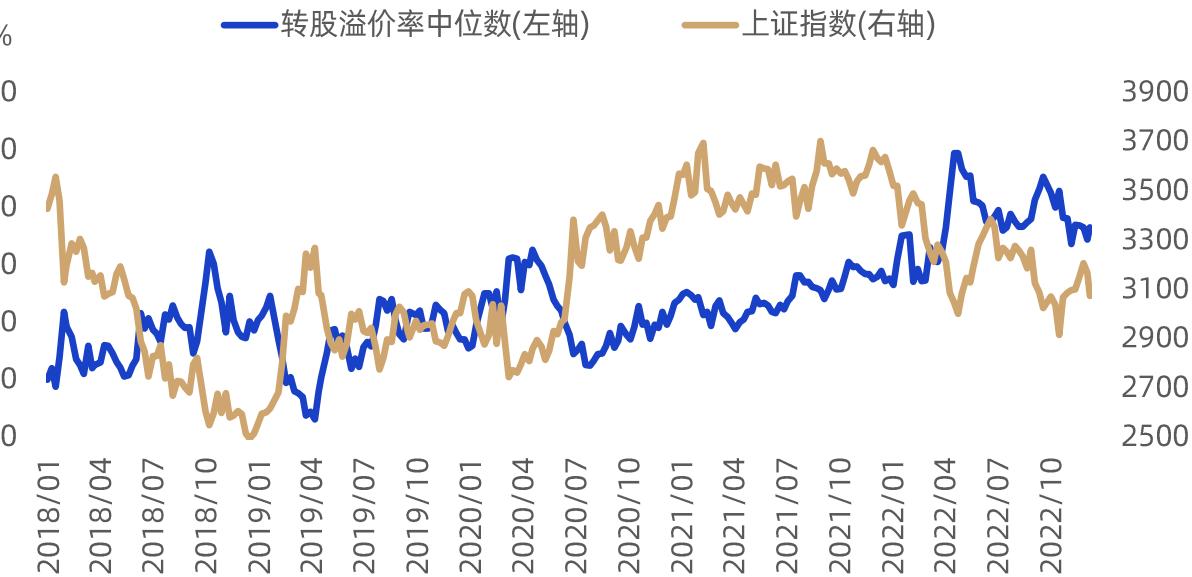
■ 85以下 ■ 85-95 ■ 95-105 ■ 105-115 ■ 115-125 ■ 高于125



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

转债策略要素	2023年要素展望	对转债价格影响
正股	看好	↑
利率	稳定且偏低	↓
估值	高位回落	↓
性价比 (平价95-105)	数量充裕	—

股性估值随股市上涨出现下滑



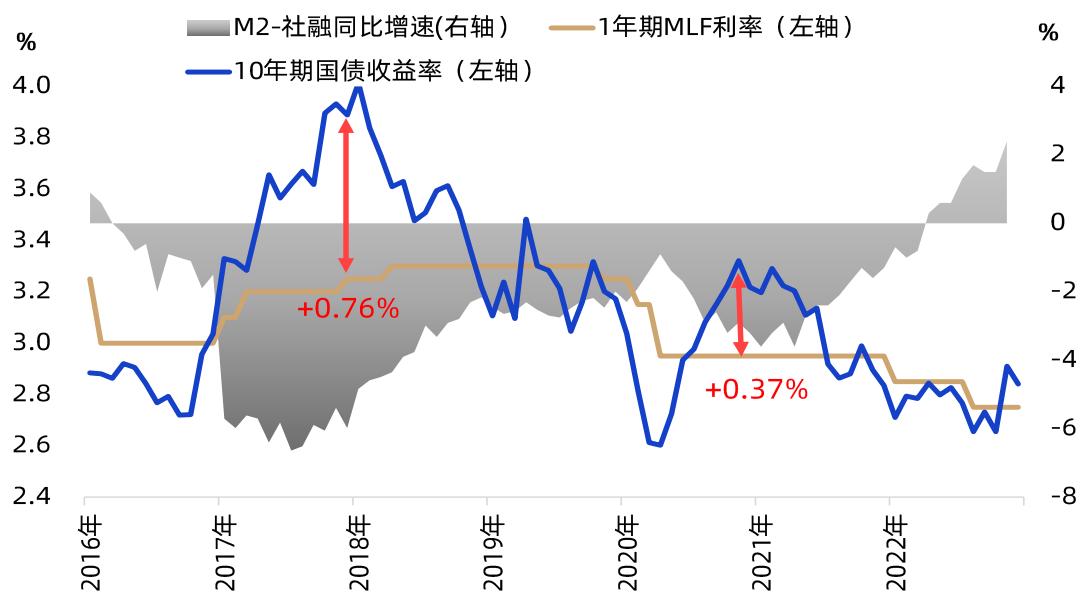
4-7

固收类资产策略

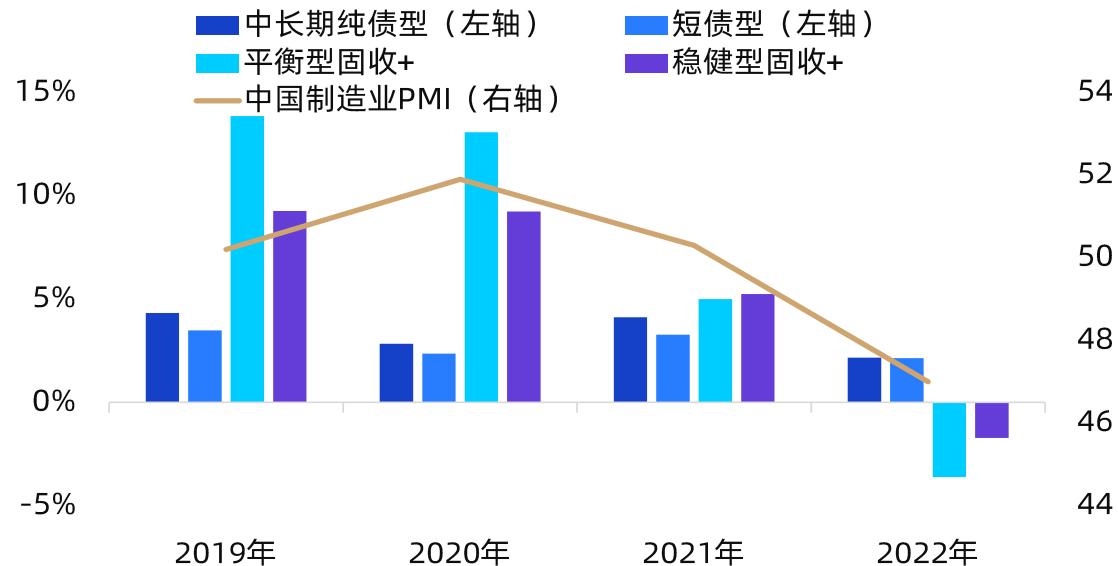
债市小年，降收益预期，可重点关注短债策略、固收+策略

- **2023年是固收类资产配置的小年，但也不具备持续性熊市的基础。**高通胀、经济过热、流动性转向、杠杆资金活跃是触发市场利率大幅回升与债券出现熊市的基础条件。显然，2023年暂时都不具备。
- **十年期国债收益率或在2.7-3.1%区间波动。**2022年M2-社融增速大幅走阔说明大量资金停留在金融市场，实体经济提振仍需时间。方向上，10年期国债收益率与MLF利率保持高度一致。2023年一季度经济企稳预期强化，二季度市场更关注经济回升效果。考虑债市投资者结构主要为机构投资者，对经济修复预期差切换较快，期间波动可能加大。因此，纯债策略优势较低，优先考虑短债，此类投资品种对利率风险的敏感程度较低，但是收益也会相对较低。
- **基于对2023年股票类资产不悲观且经济回升的考虑点，稳健型投资者可重点关注固收+策略的应用。**

国债收益率上下两难，纯债策略盈利空间有限



在经济回升且股票上涨阶段，固收+策略表现较好



第四部分

2023年投资策略 在确定中寻找 α

- 港股策略：负面因素大幅减弱，仍具备低估值优势
- 美股策略：提前反应衰退预期，美股2023年仍将承压

4-8-1 港股策略

港股负面因素减弱，仍具备低估值优势，紧随A股表现 (1/2)

- 港股具备低估值优势。**即使经历2022年大幅回撤、反弹，目前恒生指数的估值均处于历史长期低位（-1倍标准差附近），恒生科技指数则回归到长期均值附近，优势相对较低。
- 美联储加息放缓与国内经济复苏预期同时增强，2023年港股估值仍有修复空间。**在企业盈利尚未明显回升之前，政策和经济复苏预期差对市场主导性较强；目前恒生指数估值修复接近2020年、2022年年初水平，恒生科技指数则低于2020年年初，但高于2022年年初。由此看来，本轮修复行情已经提前启动，市场需要看到更多明确的改善信号支持上行，走势或一波多折。

香港恒生指数估值仍处于较低水平



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

香港恒生科技指数估值已回升至长期均值附近

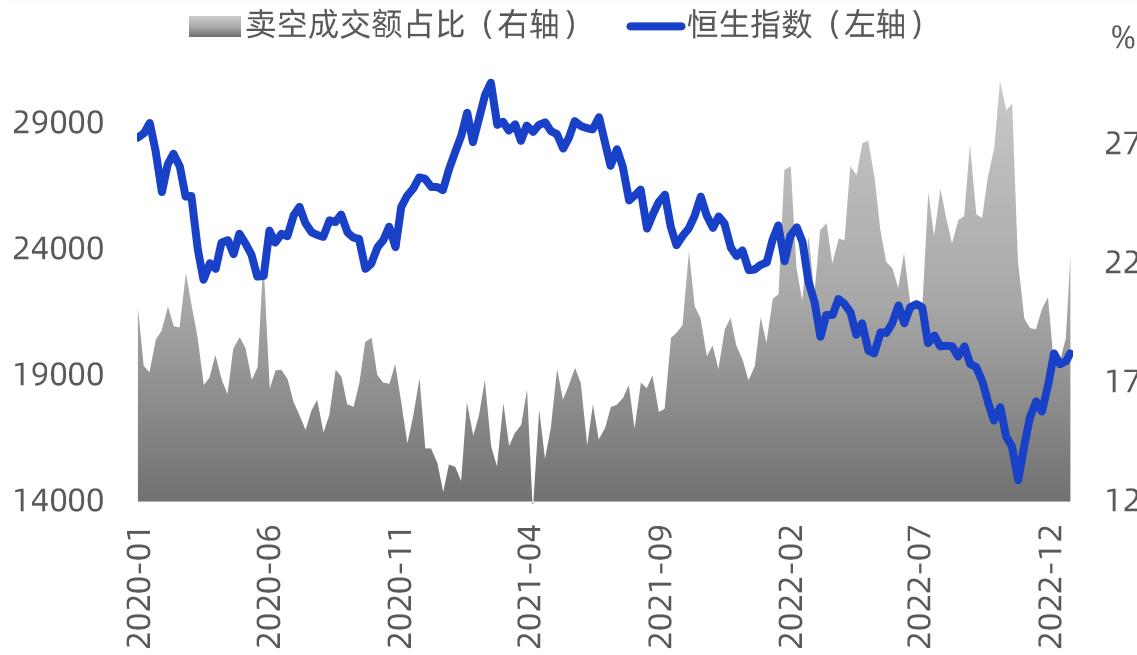


4-8-2 | 港股策略

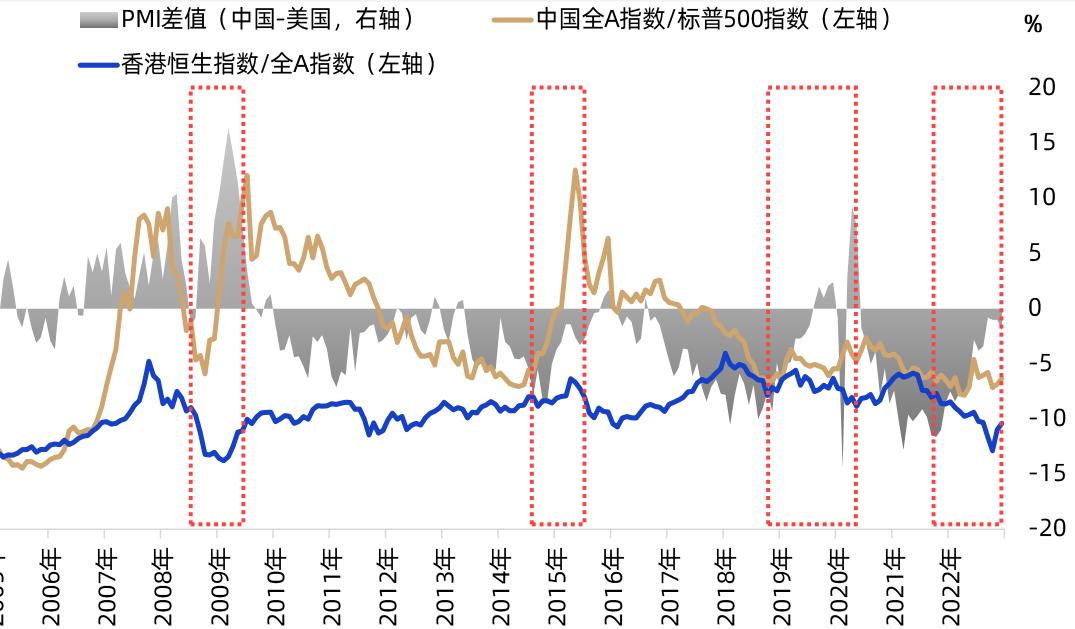
港股负面因素减弱，仍具备低估值优势，紧随A股表现 (2/2)

- 港股资金卖空动能制约港股上行的压力明显减弱。**港股流动性弱于A股，加上境外投资者汇集，因此受资金动能影响程度较大。2022年港股剧烈调整过程多伴随着做空港股资金动能上行，目前做空港股资金动能明显减弱，对港股上行制约也减弱。
- 港股短期波动加大，A股对港股影响将高于美股。**（1）2021-2022年期间，港股连续下跌超过19个月，一度创下了港股历史时间最长记录；2022年11月恒生指数当月大涨26.6%，又创下了近10年来最大单月涨幅记录，显示短期波动明显加大。（2）回顾历史，在中国经济增长动能更强的阶段，A股表现明显好于美股；除了2008年全球经济危机，港股多紧随A股反弹。

港股卖空资金动能大幅减弱，仍处于近三年较高水平

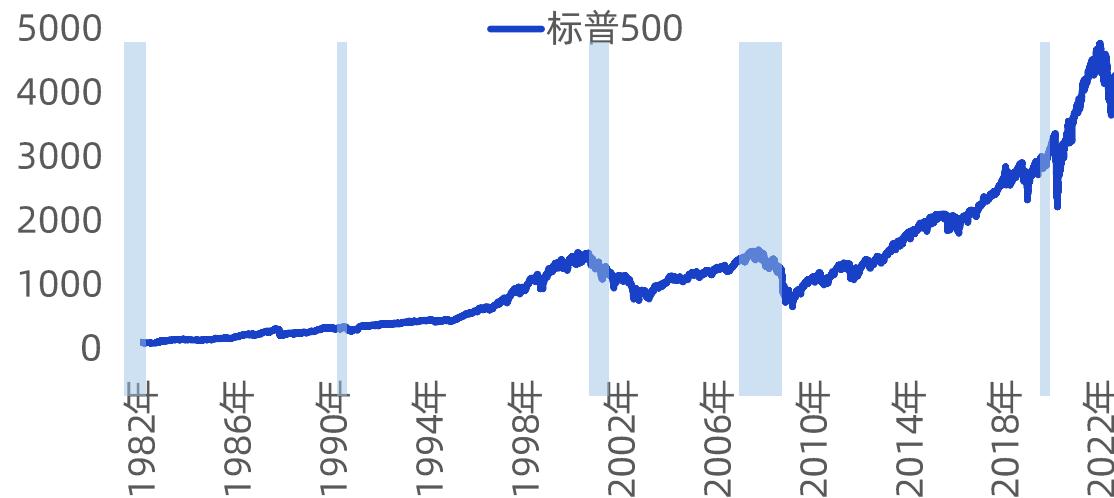


经济修复阶段，A股、港股更具吸引力



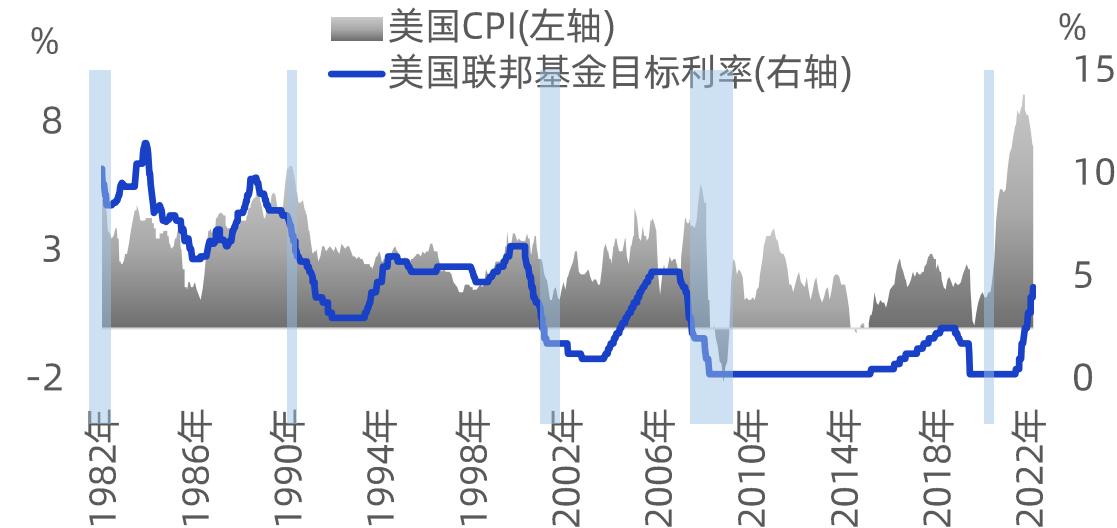
- 2008年后首次！衰退未至，美股调整先行。
- 大幅加息后常出现经济衰退周期。1982年来，美国共经历过5轮衰退周期。在高通胀、货币政策收紧、经济增速放缓、股票市场见顶的滞胀期后，通常进入经济衰退期。
- 通胀拐点已现、放慢加息拐点在即，2023年美国或进入温和衰退周期。2022年12月加息决定公布后，美联储全面下调经济数据预期。包括：GDP增速、失业率。美国衰退预期加强，权益市场已经提前交易美国经济衰退预期，或在短期冲高后，再次进入震荡向下阶段。

美国衰退周期：标普500通常大幅回撤



数据来源：Choice, Wind, 雪球投资研究部整理，截至2022年12月30日

美国经济衰退周期之前，多曾经历大幅加息



美国衰退周期内，失业率上行，GDP下行



第四部分

2023年投资策略 在确定中寻找 α

- 黄金：多重机会因素叠加，仍将有脉冲式行情

机会

地缘冲突间歇性作用



美国放缓加息，强势美元优势下降



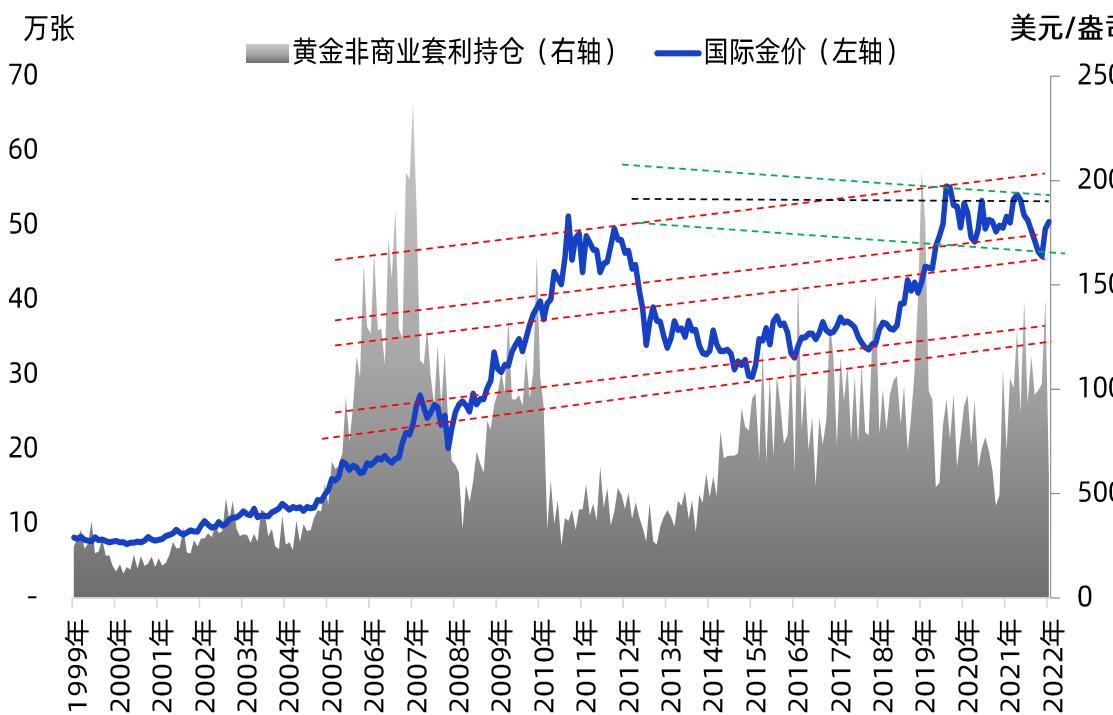
央行加大购金力度（2022年净增加接近300吨）



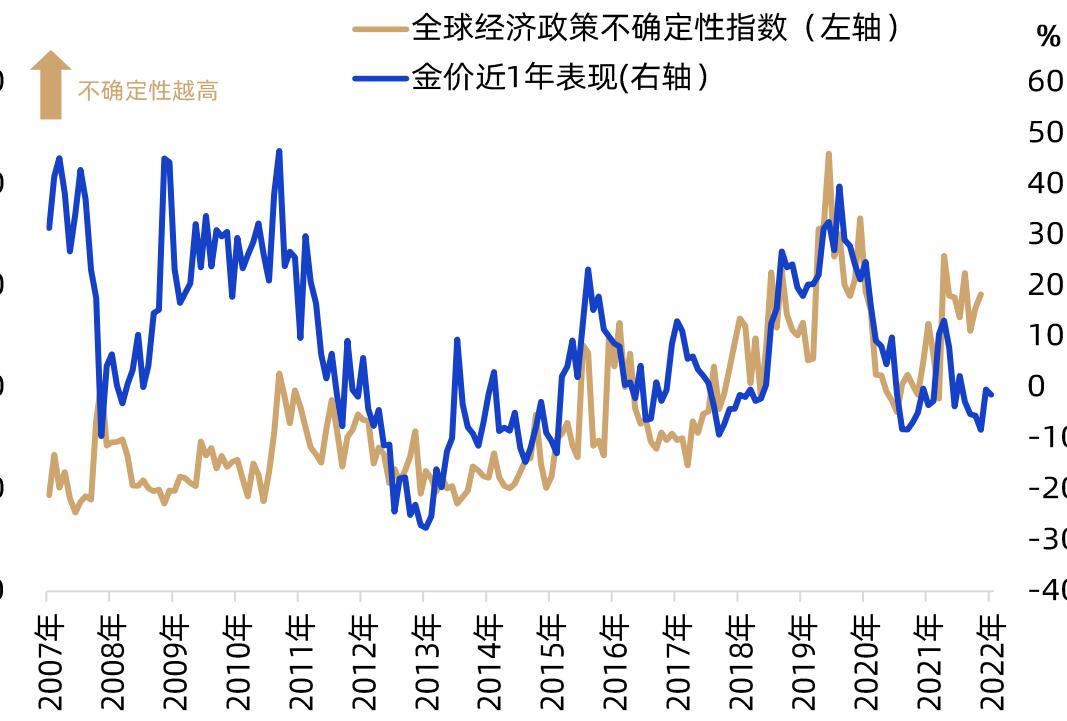
风险

全球通胀上行减缓

市场做多黄金的资金动能稳定回升



全球政经环境不稳定性越高→黄金避险属性上升



风险提示

- 中国稳增长政策力度低于预期
- 全球新冠疫情再次出现反复
- 俄乌地缘政治冲突出现超预期发展
- 美联储加息超预期
- 中国经济复苏力度低于市场预期
- 其他不可抗力事件

本期报告逻辑及相关结论是根据所有基础假设进行模拟推演。出现以上任一情况，均可能导致本期报告结论出现明显偏差。

市场有风险，投资需谨慎。

风险提示

- 材料形成时间：【2023年1月1日】
- 数据及信息来源：【Wind, Choice, 朝阳永续, 雪球投资研究部整理】
- 本文内容仅供参考，不构成任何投资建议。对任何因直接或间接使用本文涉及的信息和内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，由您自行承担，雪球及关联方不承担任何法律责任。本文所引用的信息和数据均合法取得，但雪球对这些信息和数据的准确性、完整性不作任何保证。本文所述观点、引用的信息或数据有可能因发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效，但雪球及关联方不承担更新相关观点、信息以及数据的义务，在对相关观点、信息或数据进行变更或更新时亦不会另行通知。本文版权归雪球所有，如需引用或转载，需注明出处。任何机构、个人不得对本文进行有悖原意的删节和修改。
- **市场有风险，投资需谨慎。**



Thanks.